

25 estrategias para ganar en Bolsa



PEARSON
Prentice
Hall

Self Trade Bank
BY boursorama

25 ESTRATEGIAS PARA GANAR EN BOLSA

25 ESTRATEGIAS PARA GANAR EN BOLSA

Alicia Jiménez de la Riva

Felipe Mesía Martínez

Puy Carazo Abad



Madrid - Londres - Nueva York - San Francisco - Toronto - Tokyo - Singapur - Hong Kong
París - Milán - Munich - México D.F. - Santafé de Bogotá - Buenos Aires - Caracas

SELF TRADE BANK

by Boursorama

Marqués de Urquijo, 5-7º

28008 Madrid

902 88 88 88

25 Estrategias para ganar en Bolsa

Todos los derechos reservados.

Queda prohibida, salvo excepción prevista en la Ley, cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con autorización de los titulares de propiedad intelectual. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (*arts. 270 y sgts. Código Penal*).

DE ESTA EDICIÓN

© 2006, PEARSON EDUCACIÓN, S. A.

Ribera del Loira, 28

28042 Madrid

ISBN: 84-205-5036-1

Depósito Legal: M-

Equipo editorial:

Editor: David Fayerman

Técnico editorial: Nuria Duarte

Equipo de producción:

Dirección: José Antonio Clares

Técnico: Diego Marín

Fotografía de cubierta: ©

Cubierta: Equipo de Diseño de Pearson Educación

Composición: MALPE

Impreso por:

IMPRESO EN ESPAÑA - PRINTED IN SPAIN

Este libro ha sido impreso con papel y tintas ecológicos

Contenido

INVERTIR POR FUNDAMENTALES

1 Invertir por dividendos: «Más vale pájaro en mano que ciento volando»	3
¿Qué rentabilidad media puedo esperar de una cartera de alta rentabilidad por dividendo?	3
¿Mi perfil concuerda con el de un inversor por dividendos?	6
¿Cómo mido la rentabilidad por dividendo?	6
¿Qué es una empresa de alta rentabilidad por dividendo?	8
¿Cómo puedo construir una cartera de alta rentabilidad por dividendo?	9
¿Debo ceñirme solo a los valores de alta capitalización bursátil? ..	10
2 Estrategia cuantitativa: «Yo robot»	11
Breve historia de las inversiones cuantitativas	11
Estrategia cuantitativa casera	12
¿Qué rentabilidad puedo esperar?	23
3 Estrategia de rotación sectorial: «Cambio de rumbo»	25
¿Qué opciones tenemos?	25
¿Qué rentabilidad puedo obtener?	32
Algunos consejos prácticos.	33
4 Estrategia growth: «Más pena que gloria»	35
¿Qué sentido tiene invertir por estilos?	35
¿Soy un inversor en crecimiento, como T. Rowe Price?	38
¿Merece la pena invertir siempre en crecimiento?	39

5 Estrategia value: «La de Warren Buffet»	41
¿Qué es una empresa de valor?	42
Warren Buffet: algo más que valor	45
¿Son consistentes los beneficios de la empresa?	45
¿Tiene demasiada deuda?	46
¿Los márgenes son altos? ¿Son crecientes?	46
¿Cuántos años lleva funcionando la compañía?	46
¿Vende productos diferenciados de la competencia?	46
¿Cotiza con un descuento superior al 25% respecto a su valorización fundamental?	47
6 Invertir por stock picking: «Como si fueras Peter Lynch»	49
¿Soy un stock picker?	49
No solo importan los números	50
Las lecciones de Peter Lynch	53
<i>L'eggs: uno de los dos productos de consumo de mayor éxito de la década de los setenta</i>	54
<i>The Limited: multiplicó por veinte en cuatro años y por más de cien en ocho</i>	55
7 Invertir según el Earnings Yield Gap: «Cómo perder una esposa y ganar una amante»	57
Empezamos por el PER del mercado	57
¿Qué papel juegan los tipos de interés?	59
El Earnings Yield Gap (EYG)	61

INVERTIR POR ANÁLISIS TÉCNICO

8 Los soportes y resistencias: «El epicentro del análisis técnico»	65
-------------------------------------------------------------------------------	-----------

9	Invertir por RSI y MACD: «Lucha entre oferta y demanda»	71
	¿Cuándo compro o vendo utilizando el RSI?	72
	¿Cuándo compro o vendo utilizando el MACD?	74
	Otras herramientas a tener en cuenta	77
10	Invertir por figuras: «Identificando constelaciones»	81
	<i>Hombro-Cabeza-Hombro normal</i>	81
	<i>Hombro-Cabeza-Hombro invertido</i>	82
	Otras figuras a tener en cuenta	82
	<i>El doble suelo</i>	83
	<i>El doble techo</i>	84
	¿Qué debemos tener en cuenta?	84
	Triple suelo / triple techo	85
11	Invertir por Ondas de Elliot: «Invertir con los intocables de... Ness»	89
	¿Quién era Elliot?	89
	¿Cuáles son las reglas fundamentales de la teoría de Elliot?	91
	¿Se puede adivinar el futuro con las Ondas de Elliot?	92
	¿Cuál es la relación que tienen las Ondas de Elliot con el análisis técnico?	93
	¿Están probados los resultados de las Ondas de Elliot?	93

OTRAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

12	Invertir en ETFs: «¿Para qué demonios le pago a un gestor?»	97
	¿Qué es un ETF?	97
	¿Qué tratamiento fiscal tiene un ETF?	98
	¿Cuáles son los ETFs más negociados?	98
	¿Qué ETFs debería evitar?	100
	Gestión activa. ¿Qué es el ratio alfa?	101

13	Estrategia emergente: «Desde Rusia con amor»	105
	¿Qué es una economía emergente?	105
	¿Interesa o no invertir en economías emergentes?	108
	De Tailandia a Rusia y de Rusia a Brasil. La crisis de 1998	110
14	Estrategia <i>safety-risk</i>: «La receta de la casa»	115
	¿Buscar tendencias?	116
	¿Qué hacer con cada tendencia? Recurrimos a la beta.	117
	¿Qué rentabilidad puedo esperar?	118
	<i>Año 2002: año bajista. La estrategia safety risk nos protege bien de pérdidas acusadas</i>	<i>119</i>
	<i>Año 2003: año alcista. La estrategia safety risk logra batir al índice</i>	<i>120</i>
	<i>Año 2004: año alcista, aunque con sesgo lateral.</i>	
	<i>La estrategia safety risk saca partido de los meses laterales .</i>	<i>121</i>
	Inconvenientes de esta estrategia	122
15	Estrategia <i>stop loss</i>: «Defensa numantina»	125
	¿Qué es una orden <i>stop loss</i> ?	125
	Otros usos de la estrategia <i>stop loss</i> . Estrategias combinadas	129
	<i>Stop loss para aprovechar rupturas de soportes y resistencias</i>	<i>129</i>
	<i>Stop loss para anticiparnos a la publicación de un dato.</i>	<i>130</i>
	¿Debo utilizar siempre órdenes <i>stop loss</i> ?	131
16	Invertir en arte: «Thyssen vs Buffet»	133
	El arte como alternativa a la Bolsa	133
	¿Qué rentabilidad me puede proporcionar el arte?	134
	Algunos consejos antes de comprar	137
17	Estrategia filatélica: «Mortadelo y Filemón»	139
	¿Qué son los bienes de colección?, y ¿por qué pueden constituir una inversión?	139

¿Cómo se invierte en sellos?	141
¿Qué rentabilidad puedo esperar?	142
18 Estrategia ética: «En busca de ayudas gratificantes»	143
¿Qué es invertir éticamente?	143
¿Cómo identifico una empresa socialmente responsable?	144
¿Por qué es mejor a través de un fondo de inversión?	146
¿Las inversiones éticas rinden menos?	147
Algunos fondos socialmente responsables	147
 ESTRATEGIAS DE GESTIÓN ALTERNATIVA	
19 Estrategia long-short: «Pares de valores»	151
<i>Ejemplo de venta en descubierto o short selling</i>	<i>152</i>
La gestión alternativa: neutralizar el riesgo de mercado	153
Entonces, ¿dónde está el riesgo?	153
¿Invertir o no invertir en gestión alternativa?	154
20 Estrategias de arbitraje: «Como si fueras George Soros»	159
¿Qué es una oportunidad de arbitraje?	159
¿Cómo funciona el arbitraje en convertibles?	163
<i>Arbitraje en convertibles. Historia reciente, un camino de ida y vuelta</i>	<i>163</i>
21 Estrategias event driven (basadas en acciones corporativas)	167
Marcada independencia respecto al mercado	167
... pero no del entorno macroeconómico	168
¿Cómo funcionan estos fondos?	169
22 Estrategia de la opinión contraria: «Como si fueras Carod Rovira»	177
Inversor contrario: ¿independiente o excéntrico?	177

¿Qué ventaja me da la opinión contraria en el mundo bursátil?...	178
Ejemplo de venta en descubierto	179
¿Los contrarios solo apuestan a la baja?.....	180
¿Por qué no hay más inversores contrarios?.....	181
Algunos indicadores técnicos	182
<i>Tamaño de las órdenes</i>	182
<i>Porcentaje de liquidez de los fondos de inversión</i>	183
<i>Consenso de mercado</i>	183

ALGUNAS ANÉCDOTAS

23 Invertir según los ciclos de la luna	187
24 Invertir según el ciclo electoral	189
25 Estrategia astral: «El horóscopo de los fondos de inversión»	191
Aries (21-03 a 20-04)	192
Tauro (21-04 a 21-05)	192
Géminis (22-05 a 21-06)	193
Cáncer (22-6 a 21-07)	193
Leo (22-07 a 23-08)	194
Virgo (24-08 a 23-09)	194
Libra (24-09 a 23-10)	195
Escorpio (24-10 a 22-11)	195
Sagitario (23-11 a 21-12)	196
Capricornio (22-12 a 20-01)	197
Acuario (21-01 a 19-02)	197
Piscis (20-02 a 20-03)	198

INVERTIR POR FUNDAMENTALES

INVERTIR POR DIVIDENDOS: **«MÁS VALE PÁJARO** **EN MANO QUE** **CIENTO VOLANDO»**

Las empresas se constituyen para dar beneficios, y los beneficios están para repartirlos entre los accionistas. Este principio fundamental del capitalismo está detrás de esta estrategia de inversión, una de las más claras, sencillas, intuitivas y efectivas que podemos seguir.

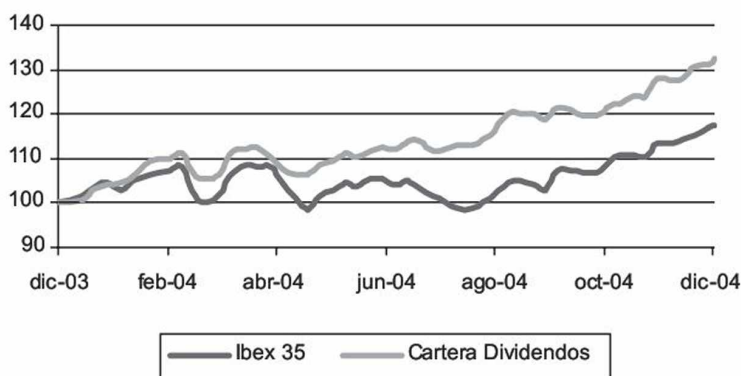
Algo tan evidente a veces se olvida. Fue el caso del boom tecnológico de finales de los noventa, cuando se llegó a despreciar a las empresas que repartían buen dividendo alegando que repartir beneficios al accionista era «tirar el dinero». La alternativa de moda era reinvertir todos los beneficios en crecimiento futuro comprando empresas, tecnología, maquinaria... cualquier cosa, y a cualquier precio.

Igual que un *boomerang*, las modas en el mercado van y vienen. Lo que en momentos de euforia bursátil parecía un sinsentido, a principios del nuevo milenio se ha convertido en credo para los inversores, provocando que las empresas de alta rentabilidad por dividendo batan generosamente al índice de referencia.

¿QUÉ RENTABILIDAD MEDIA PUEDO ESPERAR DE UNA CARTERA DE ALTA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO?

Decíamos que esta estrategia de inversión es sencilla y efectiva, ahora veremos por qué. En el periodo 1995-2004 hemos tenido

Evolución de una cartera de alta rentabilidad por dividendo respecto al Ibex en 2004 (base 100 31-dic-2003).



Fuente: Self Trade Bank.

mercados alcistas, muy alcistas, bajistas, crisis en países emergentes, crisis geopolíticas, burbujas tecnológicas. En definitiva, es un periodo bastante representativo de la variedad que puede ofrecer la Bolsa.

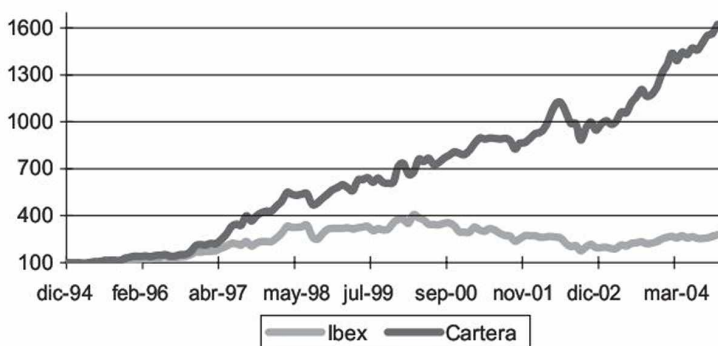
Invirtiendo por dividendos, el inversor elige una serie de valores una vez al año, los compra y se olvida de revisiones, reponderaciones y demás complicaciones hasta que pasan doce meses.

Es por tanto una estrategia de inversión «tranquila», con pocos costes de ejecución y, adicionalmente, con ventajas fiscales al tener un periodo de maduración superior al año. Pero además, lo realmente relevante es que los retornos son muy satisfactorios, tanto en mercados alcistas como especialmente en mercados bajistas, donde el inversor está algo más protegido al haber elegido empresas con beneficios sólidos, estables y predecibles, que son relativamente ajenas a los vaivenes del ciclo económico.

Una cartera de inversión por dividendo basada en el Ibex35 comprada en diciembre de 1994 y revisada anualmente desde entonces, nos habría reportado una rentabilidad media anual del 32%. En el mismo

periodo, el Ibex35 ha ofrecido un retorno medio anual del 13%. En ambos casos, calculamos la rentabilidad bajo la hipótesis de reinversión de los dividendos que se van percibiendo.

Cartera de dividendos vs Ibex (base 100 dic-1994).



Fuente: Self Trade Bank.

No solo la cartera bate al índice en el largo plazo, también bate al índice cada uno de los años del periodo 1995-2004, salvo uno (1998). Sin embargo, lo que quizá llame más la atención de esta estrategia es que para el periodo estudiado la cartera no pierde en ningún ejercicio, ni siquiera en el terrible 2002 en el que el mercado español cayó un 28%.

Cartera dividendos vs Ibex35 (evolución anual 1995-2004).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Cartera dividendos	41%	53%	99%	35%	27%	11%	13%	6%	33%	33%
Ibex 35	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%

Fuente: Self Trade Bank.

¿MI PERFIL CONCUERDA CON EL DE UN INVERSOR POR DIVIDENDOS?

Soy un inversor por dividendo si:	No soy un inversor por dividendo si:
<ul style="list-style-type: none"> — Tengo poco tiempo para dedicar a la Bolsa. — Tengo un tipo impositivo marginal alto. — No estoy dispuesto a pagar muchas comisiones, o bien mi cartera para invertir en bolsa es pequeña. — Me cuesta conciliar el sueño pensando en que mañana la Bolsa puede hundirse. 	<ul style="list-style-type: none"> — Me gusta estar pegado a la pantalla, vigilando mis inversiones. — Me gusta hacer <i>trading</i> (comprar y vender varias veces el mismo valor aprovechando movimientos a corto plazo). — Confío sobre todo en el análisis técnico para tomar mis decisiones de inversión. — No me preocupa que mis beneficios bursátiles tributen al tipo marginal.

Fuente: Self Trade Bank.

¿CÓMO MIDO LA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO?

La rentabilidad por dividendo (como porcentaje) se mide dividiendo el dividendo bruto estimado para los próximos doce meses (sin considerar la retención por impuestos) entre la cotización de la acción y multiplicando por 100.

Ejemplo: si Endesa cotiza a 16,4 €, y sabemos que se estima un dividendo bruto para los próximos doce meses de 0,76 € por acción, la rentabilidad por dividendo de Endesa es del 4,6% ($0,76/16,4 \cdot 100$).

Esto significa que si compro hoy acciones de Endesa a este precio y las mantengo doce meses, con independencia de si sube o baja su cotización, yo sé que voy a percibir dividendos que representan un 4,6% de mi inversión. Sería el equivalente al tipo de interés en un bono.

Si Endesa dentro de doce meses ha subido un 10% (cotizando a 18,03 €), tendré que sumar a esta cotización los dividendos obtenidos

durante el periodo (0,76 €), por lo que la rentabilidad total de mi inversión es del 14,6% $((18,79 \text{ €}/16,4 \text{ €} - 1) * 100)$. En el caso de que Endesa caiga un 10% en doce meses (cotizando a 14,76 €), la rentabilidad real de mi inversión es del -5,3%, porque he recibido en efectivo a lo largo del año 0,76 € de dividendo que forman parte de esta inversión.

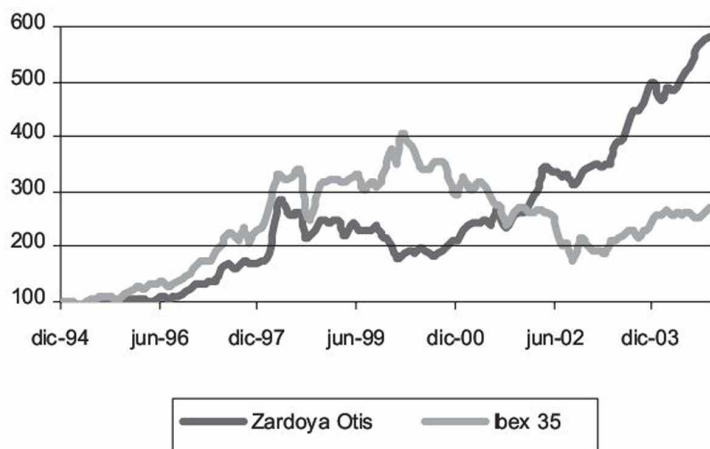
Importante: cuando se invierte pensando en rentabilidad por dividendo, se debe esperar al menos un año para vender, puesto que es el tiempo que se tarda en completar un ciclo completo de reparto de dividendos. Unas empresas reparten todo el dividendo anual en una única fecha, mientras que la mayoría dividen el reparto del dividendo en dos entregas semestrales, o incluso en cuatro trimestrales. Si vendo el valor a los seis meses de haberlo comprado, generalmente no habré recibido la totalidad de los dividendos que repartirá la empresa ese año.

Endesa y Zardoya Otis: cuadro de remuneración al accionista 2004

Endesa	2-ene-2004		1-jul-2004		
	0,264 €		0,439 €		
Zardoya Otis	9-mar-2004	9-jun-2004	5-jul-2004	9-sept-2004	9-dic-2004
	0,145 €	0,145 €	Bonus 1 x 10	0,145 €	0,145 €

Fuente: Self Trade Bank.

En el cuadro anterior hay un elemento adicional al dividendo. El cuadro de remuneración al accionista de Zardoya Otis incluye una ampliación de capital liberada por la que la empresa regala al accionista todos los años una acción nueva por cada diez antiguas. Si bien las ampliaciones de capital liberadas no se consideran dividendo y nunca se incluyen en el cálculo de rentabilidad por dividendo estimada, son un factor muy a tener en cuenta, puesto que si las acciones de Zardoya Otis no sufren en su cotización una caída del 10% cada vez que reparten la acción de regalo, realmente nos están dando una remuneración equivalente al 10% de nuestra inversión, que podemos materializar de inmediato vendiendo bien el derecho de suscripción preferente como si fuera un dividendo, o bien la acción de regalo en el momento en el que la reciba.

Cotización de Zardoya Otis vs Ibex 35 (base 100 diciembre 1994).

Fuente: Self Trade Bank.

A la vista del anterior gráfico, en el caso de Zardoya Otis podemos contar con que la ampliación liberada (que se lleva realizando cada año desde 1981) es casi como un dividendo, puesto que a pesar de elevar su número de acciones en un 10% cada año, Zardoya Otis ha subido un equivalente anual del 25% en el periodo 1995-2004, que compara con un 13% para el Ibex 35. No está mal, ¿verdad? Suma a ese 25% anual una rentabilidad por remuneración vía dividendos del 3% anual y habrías multiplicado por nueve tu inversión en Zardoya Otis de hace diez años.

¿QUÉ ES UNA EMPRESA DE ALTA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO?

Las empresas de alta rentabilidad por dividendo reparten de forma consistente (año tras año) una parte importante de su beneficio a los accionistas, de forma que la rentabilidad del dividendo sea sustancialmente superior a la que nos da la cuenta corriente, o incluso superior a la que nos da una Letra del Tesoro a un año, o superior a la

inflación, o a cualquier otra referencia que nos satisfaga como inversores. Es importante el matiz de la consistencia en el reparto de dividendos. Una empresa que, como Microsoft en 2004, decide repartir un jugoso dividendo extraordinario pero no se compromete a repetirlo, no debería formar parte del universo de un inversor por dividendos.

Echando un vistazo a las rentabilidades por dividendo de las empresas del Ibex 35 (calculadas con precios de noviembre de 2004), vemos que hay veinticuatro que dan más rentabilidad que la Letra del Tesoro a un año, ocho que dan más que la inflación y seis empresas que dan más rentabilidad que el bono a diez años del Estado español.

Ibex 35 - Rentabilidad por dividendo estimada

Primer cuartil		Segundo cuartil		Tercer cuartil		Cuarto cuartil	
Endesa	4,44%	Metrovacesa	3,42%	Arcelor	2,85%	Ferrovial	1,75%
Iberdrola	4,18%	Telefónica	3,28%	Banco Sabadell	2,85%	Iberia	1,61%
Acerinox	4,10%	Enagás	3,28%	Repsol	2,70%	Indra	1,47%
TPI	4,08%	Unión Fenosa	3,14%	Gamesa	2,53%	Inditex	1,29%
Red Eléctrica	4,04%	Gas Natural	3,13%	Acciona	2,45%	Amadeus	1,20%
Banco Popular	3,83%	Abertis	3,06%	Telef. Móviles	2,45%	Prisa	0,70%
Bono 10 años	3,76%	Altadis	3,04%	Letra Tesoro	2,20%	Zeltia	0,23%
FCC	3,72%	Banesto	2,99%	ACS	2,17%	Sogecable	No reparte
Banco Santander	8,68%	Bankinter	2,92%	C. Mapfre	2,08%		
IPC	3,60%			NH Hoteles	1,89%		
BBVA	3,45%						

Rentabilidades calculadas con cotizaciones de noviembre 2004.

Fuente: Self Trade Bank; Bloomberg.

¿CÓMO PUEDO CONSTRUIR UNA CARTERA DE ALTA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO?

Una buena norma, aplicable a cualquier índice, es quedarse con el primer cuartil con mejor rentabilidad por dividendo, o dicho de otra forma, con el 25% del índice con mejor rentabilidad por dividendo. En el caso del Ibex35, las nueve empresas con mejor rentabilidad por

dividendo que aparecen en la primera columna. Es importante recordar que la rentabilidad por dividendo varía cada día con la cotización de las acciones, por lo que la lista de las elegidas es variable, y habría que actualizarla antes de decidir la inversión por dividendos.

En nuestra cartera modelo hipotética vemos que hay tres eléctricas y tres bancos. Estos dos sectores suelen repartir buenos dividendos porque tienen unos beneficios bastante estables que les permiten repartir una parte relevante de su beneficio. Las empresas muy cíclicas, o que invierten mucho en crecimiento o en tecnología, normalmente son menos generosas o bien más prudentes.

¿DEBO CEÑIRME SOLO A LOS VALORES DE ALTA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL?

El ejemplo de Zardoya Otis, que no forma parte del Ibex 35 y se considera como una *small cap* o empresa de pequeña capitalización, habla por sí solo. Las empresas pequeñas son en muchas ocasiones ideales para carteras de alta rentabilidad por dividendo. Solo hay una salvedad. Es más común que una empresa pequeña modifique a la baja su política de dividendos por problemas financieros, que lo haga una grande. Esto no debe tomarse como norma puesto que grandes operadoras de telecomunicaciones de toda Europa redujeron drásticamente o incluso anularon sus dividendos ante la crisis del sector de 2000-2002. Sin embargo, es más fácil que las circunstancias de una empresa pequeña cambien y se vea obligada a modificar su política de dividendos.

ESTRATEGIA CUANTITATIVA: «YO ROBOT»

2

La era de la informática ha permitido aplicar todo tipo de sistemas cuantitativos a la gestión del dinero. El ser humano alimenta el sistema con determinados parámetros y variables, y posteriormente la máquina estudia el pasado, revisa la situación actual y nos dice qué tenemos que hacer con nuestro dinero. Esto, a muy grandes rasgos, es una estrategia cuantitativa.

BREVE HISTORIA DE LAS INVERSIONES CUANTITATIVAS

Uno de los primeros responsables de que ahora estemos hablando de estrategias cuantitativas es **Benoit Mandelbrot** (Varsovia, 1924), matemático polaco, formado en Francia, definitivamente afincado en EE UU (Universidad de Yale) y estudioso de la teoría de los fractales. Es el principal responsable del auge de este dominio de las matemáticas desde el inicio de los años ochenta y también del creciente interés del público por la geometría fractal, puesto que supo utilizar la herramienta que se estaba democratizando en esa época (el ordenador) para dibujar las matemáticas de los fractales.

Sin necesidad de ser matemático, un inversor en bolsa (o en divisas, o en materias primas, o en cualquier activo financiero) es consciente de que el comportamiento de los mercados está vinculado con la naturaleza (en concreto con la naturaleza humana, puesto que los mercados van o vienen en función de la psicología masiva del inversor), y también es consciente de que estos vaivenes son caóticos, porque no siguen patrones predeterminados. Benoit Mandelbrot, mucho más inteligente que la mayoría de los inversores, también se dio cuenta de esto y fue el primero en identificar patrones concretos en el mercado del algodón en la década de los sesenta.

Fue el pistoletazo de salida a la estrategia cuantitativa. En la década de los ochenta había cada vez más evidencia empírica de que era posible construir modelos matemáticos que podían predecir los movimientos del mercado. Algunos ejemplos:

El propio Mandelbrot detectó patrones fractales en el comportamiento de la volatilidad del mercado de divisas. La volatilidad dependía de quién estuviera presente en el mercado. Por ejemplo, la volatilidad caía a la hora de la comida de la sesión asiática y repuntaba en las horas en las que coincide la sesión de Nueva York con la de Londres.

Robert Engle descubrió que la volatilidad no tiene un comportamiento totalmente aleatorio. Los periodos de volatilidad extrema (alta o baja) son más largos de lo que deberían ser en un modelo aleatorio. Esto es muy relevante para posicionarse en derivados.

En 1991 un estudio del **Instituto de Santa Fe** monitorizó de forma rigurosa la aplicación de figuras populares de análisis técnico a la evolución del índice Dow Jones durante noventa ejercicios, concluyendo que tanto las figuras que usan medias móviles como los rangos fijados por soportes y resistencias funcionan bastante bien.

Desde mediados de los ochenta, los métodos cuantitativos han ido ganando terreno en la gestión de capitales, y son uno de los pilares más sólidos de muchas gestoras, en especial de los fondos de gestión alternativa. Con ayuda de un ordenador y generalmente en un mano a mano entre las matemáticas y la economía, los métodos cuantitativos más utilizados para invertir en los mercados financieros son las redes neuronales, los algoritmos genéticos, la lógica difusa o los modelos de Markov.

ESTRATEGIA CUANTITATIVA CASERA

Hasta ahora, hemos hablado de estrategias cuantitativas matemáticamente complejas, muy apoyadas en la utilización de modelos gestionados por potentes ordenadores que no están al alcance

del inversor particular, excepto a través de fondos de inversión. Sin embargo, se puede crear una estrategia cuantitativa casera en función de las variables que a cada inversor le parezcan más relevantes, y convertirla en una guía para invertir en Bolsa de forma directa. No se necesita más que un periódico económico y una hoja de cálculo, incluso esto último sería prescindible puesto que no vamos a hacer muchas cuentas, aunque facilita la organización de los cálculos.

Muchos gestores de patrimonios profesionales se apoyan en estrategias similares a la que vamos a detallar para gestionar las carteras de sus clientes. La ventaja principal de este tipo de estrategias es que permite gestionar sin dejarse llevar por el corazón porque, al fin y al cabo, la decisión de inversión se toma en función de unos parámetros basados en el consenso, no en la opinión de un único gestor o una única casa de Bolsa.

Lo primero es elegir qué variables me interesa monitorizar. En nuestro ejemplo serán cuatro:

Rentabilidad por dividendo
PER
Precio/VTC
Recomendación de consenso

Estas cuatro variables las proporciona el consenso de mercado, que toma en consideración las estimaciones de beneficios y dividendo, así como la recomendación de todos los analistas que estudian cada empresa.

Rentabilidad por dividendo: mide cuál será la rentabilidad que nos proporcionará un valor sumando todos los dividendos que se estima va a repartir en los próximos doce meses, en relación al precio al que yo, como inversor, compraría la acción.

Ejemplo: si Telefónica cotiza hoy a 13,77 € y el dividendo bruto que ha anunciado para el año en curso es de 0,50 € brutos por acción (no importa si los reparte en dos tandas), la rentabilidad por dividendo de Telefónica es del 3,63%:

$$\text{Dividendo bruto/Cotización} \times 100 = 0,50/13,77 \times 100 = 3,63\%$$

Si ordeno los componentes del Ibex 35 según su rentabilidad por dividendo, de mayor a menor, obtendría la tabla que vemos a continuación. Voy a puntuar los diez valores con mayor rentabilidad por dividendo con un «1», y los diez valores con menor rentabilidad por dividendo con un «-1». Los restantes valores tendrán una puntuación de «0». Esta puntuación me servirá luego para decidir en qué valores debo invertir.

Rentabilidad por dividendo de los componentes del Ibex 35

Valor	Rentabilidad por dividendo	Puntuación
ENDESA	4,49%	1
IBERDROLA	4,14%	1
TPI	3,98%	1
TELECINCO	3,88%	1
BANCO SANTANDER	3,88%	1
BBVA	3,74%	1
BANCO POPULAR	3,71%	1
TELEFONICA	3,63%	1
GAS NATURAL	3,57%	1
FCC	3,45%	1
METROVACESA	3,26%	0
BANESTO	3,15%	0
ALTADIS	3,14%	0
UNION FENOSA	3,05%	0
ENAGAS	3,04%	0
BANCO DE SABADELL	3,01%	0
BANKINTER	3,01%	0
SACYR VALLEHERMOSO	2,86%	0
ABERTIS	2,81%	0
ACERINOX	2,80%	0
GAMESA	2,65%	0
REPSOL YPF	2,59%	0
TELEFONICA MOVILES	2,44%	0
ARCELOR	2,44%	0
ACCIONA	2,43%	0
ACS	2,16%	-1
CORPORACION MAPFRE	1,99%	-1

(contin a)

(continuaci n)

Rentabilidad por dividendo de los componentes del Ibex 35

Valor	Rentabilidad por dividendo	Puntuaci n
NH HOTELES	1,74%	-1
GRUPO FERROVIAL	1,62%	-1
INDRA SISTEMAS	1,59%	-1
INDITEX	1,55%	-1
IBERIA	1,48%	-1
AMADEUS	1,14%	-1
PRISA	0,83%	-1
SOGECABLE	0,00%	-1

Fuente: Self Trade Bank; datos recogidos en febrero 2005.

PER: mide cuántas veces está contenido el beneficio estimado por acci n de un valor en su cotizaci n. A menor PER, m s barato est el valor. Se toman los beneficios estimados, y no los publicados, puesto que en bolsa lo que interesa es el futuro. Los beneficios que ha conseguido la empresa el a o pasado ya se reflejaron en su cotizaci n hace meses, y por lo tanto no interesan al inversor actual.

Ejemplo: si Telef nica cotiza hoy a 13,77 € y el beneficio por acci n (BpA) que el consenso de mercado estima para el a o 2005 (supongamos que estamos en marzo de 2005) es de 0,804 €, su PER 2005 estimado es de 17,13:

$$\text{PER} = \text{Cotizaci n} / \text{BpA} = 13,77 / 0,804 = 17,13$$

Si ordeno los componentes del Ibex 35 seg n su PER, de menor a mayor, obtendr a la tabla que vemos a continuaci n. Voy a puntuar los diez valores con menor PER (los m s baratos) con un «1», y los diez valores con mayor PER (los m s caros) con un «-1», los restantes valores tendr n una puntuaci n de «0».

PER de los componentes del Ibex 35

Valor	PER estimado	Puntuaci n
ACERINOX	10,27	1
ARCELOR	10,62	1

(contin a)

(continuaci n)

PER de los componentes del Ibex 35

Valor	PER estimado	Puntuación
SACYR VALLEHERMOSO	10,69	1
REPSOL YPF	11,16	1
METROVACESA	11,53	1
GAMESA	11,75	1
ENDESA	11,98	1
ACS	12,21	1
BANCO SANTANDER	12,57	1
BANCO POPULAR	13,34	1
BBVA	13,37	0
IBERDROLA	13,48	0
BANESTO	13,83	0
UNION FENOSA	13,86	0
IBERIA	14,12	0
CORPORACION MAPFRE	14,20	0
GAS NATURAL	14,25	0
FCC	14,40	0
BANCO DE SABADELL	15,18	0
BANKINTER	16,20	0
ENAGAS	16,31	0
ALTADIS	16,74	0
GRUPO FERROVIAL	17,00	0
TELEFONICA	17,13	0
ACCIONA	17,97	0
TELEFONICA MOVILES	19,15	-1
AMADEUS	19,67	-1
TELECINCO	19,85	-1
INDRA SISTEMAS	20,47	-1
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	21,59	-1
TPI	22,58	-1
INDITEX	23,89	-1
PRISA	27,72	-1
NH HOTELES	28,03	-1
SOGECABLE	105,29	-1

Fuente: Self Trade Bank; datos recogidos en febrero 2005.

Precio/Valor Teórico Contable: compara la cotización de una empresa con su valor teórico contable por acción que puede equipararse, con unos leves ajustes, a sus fondos propios. En este caso tomamos el último dato de balance publicado por la compañía, puesto que no suele haber suficientes estimaciones de consenso sobre el valor teórico contable estimado para el próximo ejercicio y, además, en compañías cotizadas no es un dato que oscile mucho de un año a otro. Es frecuente encontrar este ratio bajo su nomenclatura anglosajona «P/Bv» (*price/book value*).

Ejemplo: si Telefónica cotiza hoy a 13,77 € y su Valor Teórico Contable por acción (VTC) publicado para 2004 (continuamos con la hipótesis de que estamos en marzo 2005) es de 3,12 €, su P/VTC es de 4,41:

$$P/\text{Valor Teórico Contable} = \text{Cotización}/\text{VTC} = 13,77/3,12 = 4,41$$

Si ordeno los componentes del Ibex 35 según su P/VTC, de menor a mayor, obtendría la tabla que vemos a continuación. Voy a puntuar los diez valores con menor P/VTC (los más baratos) con un «1», y los diez valores con mayor P/VTC (los más caros) con un «-1», los restantes valores tendrán una puntuación de «0». En definitiva, repito la misma operación que realicé con el PER.

P/VTC de los componentes del Ibex 35

Valor	Precio/Valor Teórico Contable	Puntuación
ARCELOR	1,11	1
BANCO SANTANDER	1,51	1
IBERIA	1,58	1
ACCIONA	1,69	1
REPSOL YPF	1,73	1
CORPORACION MAPFRE	1,77	1
BANCO DE SABADELL	1,79	1
ENDESA	1,91	1
ACERINOX	1,97	1
UNION FENOSA	2,03	1
IBERDROLA	2,07	0

(contin a)

(continuación)

P/VTC de los componentes del Ibex 35

Valor	Precio/Valor Teórico Contable	Puntuación
BBVA	2,09	0
NH HOTELES	2,14	0
GAS NATURAL	2,16	0
SACYR VALLEHERMOSO	2,23	0
BANESTO	2,48	0
FCC	2,73	0
BANCO POPULAR	2,82	0
BANKINTER	2,85	0
ENAGAS	2,90	0
ABERTIS	2,99	0
FERROVIAL	3,23	0
ACS	3,32	0
METROVACESA	3,96	0
TELEFONICA	4,41	0
AMADEUS	4,42	-1
GAMESA	4,89	-1
PRISA	5,01	-1
INDRA	5,18	-1
INDITEX	6,40	-1
TELECINCO	7,29	-1
ALTADIS	8,88	-1
TELEFONICA MOVILES	8,93	-1
SOGEACABLE	9,37	-1
TPI	11,60	-1

Fuente: Self Trade Bank; datos recogidos en febrero 2005.

Recomendación de consenso: cada sociedad de valores, banco o *broker* tiene una opinión bursátil sobre un valor. Estas opiniones o recomendaciones se basan en diferentes factores, siendo los más relevantes el potencial de revalorización que se calcula a una compañía, la confianza en su equipo gestor, la influencia del ciclo económico en el negocio de la empresa y sus beneficios esperados, la posibilidad de que la compañía vaya a ser adquirida o bien esté buscando adquisiciones de relevancia, su estabilidad accionarial, etc.

Todos estos factores llevan a los analistas a recomendar comprar o vender un valor. Puesto que muchas de las cuestiones que hemos citado tienen un fuerte componente subjetivo, es preferible contar con el consenso de mercado para la recomendación de un valor. Así, tendremos en cuenta la opinión mayoritaria de los expertos, y no correremos el riesgo de fiarnos de uno solo, que podría tener una opinión sesgada o simplemente equivocada.

Existen varias empresas que elaboran recomendaciones de consenso. Las más conocidas son IBES/First Call, JCF Group y Multex. Estas compañías reciben los informes y las opiniones de los principales analistas para cada empresa cotizada, y utilizan un sistema para dar un valor numérico a cada recomendación y poder así elaborar una media.

Ejemplo de cuantificación de recomendaciones

Recomendación	Equivalente num rico
Vender	1
Infraponderar	2
Mantener	3
Sobreponderar	4
Comprar	5

Fuente: Self Trade Bank.

Si tuviéramos a diez entidades financieras con las siguientes opiniones sobre Telefónica, podríamos calcular su equivalente numérico. Cinco recomiendan comprar, dos recomiendan sobreponderar, uno recomienda mantener y dos recomiendan infraponderar. El equivalente numérico de consenso sería de 4 puntos, que equivale a una recomendación de sobreponderar.

Elaboración de la recomendación de consenso para Telefónica

Entidad	Recomendación	Equivalente num rico
BVAA	Comprar	5
BC Asesores	Comprar	5
GG Corgan	Comprar	5
Kily Minch	Comprar	5

(contin a)

(continuación)

Elaboración de la recomendación de consenso para Telefónica

Entidad	Recomendación	Equivalente numérico
TBroker	Comprar	5
Caja de Ahorros	Sobreponderar	4
Gama SVB	Sobreponderar	4
Unión Bancaria	Mantener	3
J Trade	Infraponderar	2
Molcredit	Infraponderar	2
Puntuación total		40
Recomendación consenso	Sobreponderar	40/10 = 4

Fuente: Self Trade Bank.

Al igual que hemos hecho con la rentabilidad por dividendo, el PER o el P/VTC, vamos a elaborar una lista con todos los valores del Ibex 35 y sus recomendaciones de consenso. Las ordenamos de mayor (mejor recomendación) a menor (peor recomendación) y puntuamos con un «1» las diez mejores y con un «-1» las diez peores.

Recomendación de consenso de los componentes del Ibex 35

Valor	Recomendación de consenso	Puntuación
ARCELOR	4,500	1
FERROVIAL	4,095	1
ACS	4,063	1
TELEFONICA	4,000	1
BANESTO	3,941	1
PRISA	3,786	1
INDITEX	3,778	1
INDRA	3,760	1
IBERDROLA	3,714	1
BANCO POPULAR	3,704	1
SOGECABLE	3,600	0
CORPORACIÓN MAPFRE	3,600	0
TELECINCO	3,588	0

(continúa)

(continuaci n)

Recomendación de consenso de los componentes del Ibex 35

Valor	Recomendación de consenso	Puntuación
ENDESA	3,556	0
BANCO SANTANDER	3,543	0
IBERIA	3,375	0
ACERINOX	3,353	0
REPSOL YPF	3,323	0
NH HOTELES	3,316	0
BBVA	3,303	0
BANCO DE SABADELL	3,235	0
GAMESA	3,167	0
FCC	3,105	0
ENAGAS	3,091	0
GAS NATURAL	3,000	0
UNI N FENOSA	2,870	-1
TELEF NICAM VILES	2,818	-1
SACYR VALLEHERMOSO	2,769	-1
BANKINTER	2,727	-1
TPI	2,688	-1
ALTADIS	2,636	-1
AMADEUS	2,600	-1
ABERTIS	2,333	-1
ACCIONA	2,294	-1
METROVACESA	1,846	-1

Fuente: Self Trade Bank; datos recogidos en febrero 2005.

Ya tenemos toda la información necesaria para componer nuestra cartera cuantitativa. Solo tengo que sumar la puntuación de cada valor del Ibex 35 según cada uno de estos cuatro criterios, y ordenarla de mayor a menor. Aquellos valores con mejor puntuación serán los más atractivos, tanto por valoración como por dividendo, así como por recomendación de consenso. Veamos qué resultado obtenemos.

Resultado de la estrategia cuantitativa

	Rentabilidad por dividendo	PER	P/VTC	Recomendac. Consenso	SUMA
<i>ARCELOR</i>	0	1	1	1	3
<i>BANCO POPULAR</i>	1	1	0	1	3
<i>BANCO SANTANDER</i>	1	1	1	0	3
<i>ENDESA</i>	1	1	1	0	3
<i>ACERINOX</i>	0	1	1	0	2
<i>IBERDROLA</i>	1	0	0	1	2
<i>REPSOL YPF</i>	0	1	1	0	2
<i>TELEFONICA</i>	1	0	0	1	2
ACS	-1	1	0	1	1
BANCO DE SABADELL	0	0	1	0	1
BANESTO	0	0	0	1	1
BBVA	1	0	0	0	1
FCC	1	0	0	0	1
GAS NATURAL	1	0	0	0	1
ACCIONA	0	0	1	-1	0
CORPORACI N MAPFRE	-1	0	1	0	0
ENAGAS	0	0	0	0	0
FERROVIAL	-1	0	0	1	0
GAMESA	0	1	-1	0	0
IBERIA	-1	0	1	0	0
METROVACESA	0	1	0	-1	0
SACYR VALLEHERMOSO	0	1	0	-1	0
UNI N FENOSA	0	0	1	-1	0
BANKINTER	0	0	0	-1	-1
TELECINCO	1	-1	-1	0	-1
ABERTIS	0	-1	0	-1	-2
ALTADIS	0	0	-1	-1	-2
INDITEX	-1	-1	-1	1	-2
INDRA	-1	-1	-1	1	-2
NH HOTELES	-1	-1	0	0	-2
PRISA	-1	-1	-1	1	-2
TPI	1	-1	-1	-1	-2
SOGECABLE	-1	-1	-1	0	-3
TELEF NICA M VILES	0	-1	-1	-1	-3
AMADEUS	-1	-1	-1	-1	-4

Fuente: Self Trade Bank; datos recogidos en febrero 2005.

Obtengo ocho compañías con puntuación de 2 o más, que serían las elegidas para mi cartera de inversión por estrategia cuantitativa. Arcelor, Banco Popular, Banco Santander Endesa Acerinox, Iberdrola, Repsol y Telefónica. La cartera debería revisarse al menos una vez al mes, puesto que pueden surgir nuevas oportunidades de inversión entre los componentes del índice, o alguna de las compañías que forma parte de esta cartera puede perder puntos por subir demasiado (estaría cara), o cambiar su estrategia (perdería el beneplácito del consenso de analistas).

Hemos construido una cartera basándonos en un método cuantitativo casero. Una hoja de cálculo y un periódico financiero son las únicas herramientas que necesitamos y además el resultado es muy intuitivo, sencillo y fácil de comprender.

¿QUÉ RENTABILIDAD PUEDO ESPERAR?

Self Trade Bank elabora varias carteras modelo utilizando estrategias cuantitativas similares a esta. Los resultados son satisfactorios y pueden servir de guía para ver qué tipo de rentabilidad podemos esperar en relación con el índice de referencia.

Carteras cuantitativas Self Trade Bank

	Rentabilidad 2003	Rentabilidad 2004	Rentabilidad Histórica Anualizada
Cartera Cuantitativa España	45%	23%	33%
Ibex 35	28%	16%	
Cartera Cuantitativa Europa	34%	21%	16%
EuroStoxx 50	16%	7%	

Fuente: Self Trade Bank.

ESTRATEGIA DE ROTACIÓN SECTORIAL: «CAMBIO DE RUMBO»

Una de las lecciones básicas al invertir es la norma de la diversificación. Diversificando conseguimos minimizar el riesgo o la volatilidad de una cartera.

La diversificación de una cartera debe hacerse en varios sentidos. Por un lado, deberíamos diversificar entre renta fija y renta variable. Dentro de cada una de estas categorías se debería diversificar por áreas geográficas o monedas y, dentro de cada área geográfica, en el caso de la renta variable, por sectores.

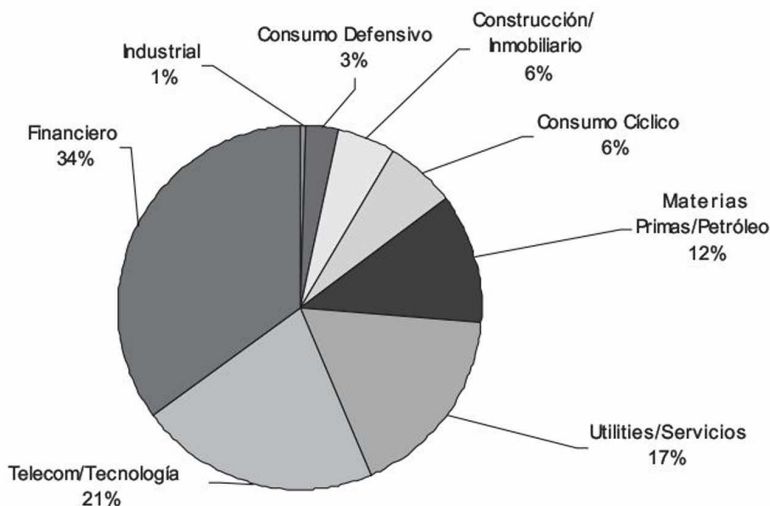
En definitiva, si después de estudiar mi perfil de riesgo, un asesor decide que va a destinar un 20% de mi cartera a Bolsa en el área euro, lo razonable sería que esta parte de mi cartera tuviera, como mínimo, alguna compañía del sector financiero, alguna energética, algo de industria y una representación del sector consumo.

Pues bien, eso sería lo razonable, pero no es lo que hacen los inversores que se guían por la rotación sectorial a la hora de gestionar sus carteras. Estos inversores creen que en cada momento del ciclo económico hay determinados sectores que tienen un mejor comportamiento bursátil que el mercado. Por tanto, si acertamos con el binomio sector-momento del ciclo, tendremos una cartera de Bolsa que bate al índice. Evidentemente, el riesgo a asumir es superior al de una cartera diversificada. Como siempre, a mayor riesgo asumido, mayor posibilidad de beneficios, pero también de pérdidas.

¿QUÉ OPCIONES TENEMOS?

Echemos un vistazo a los sectores más relevantes del mercado.

Ibex 35 por sectores.



Fuente: Bloomberg; mayo 2005.

Utilities: ¿por qué siempre se utiliza este término anglosajón para denominar al sector eléctrico? Realmente, porque el sector *utilities* es bastante más amplio que el eléctrico. Se refiere a todas aquellas compañías que se dedican al suministro de servicios que eran públicos, al menos en origen. La electricidad, el agua y el gas son los tres servicios más habituales que incluye este sector, aunque en el pasado se llegó a incluir el teléfono (ahora las telecom se consideran un sector aparte, por su altísimo componente tecnológico). Los servicios de recogida de basuras y otros concesionales, como en ocasiones las autopistas, pueden incluirse en este sector. En general todos los servicios del sector *utilities* suelen estar más o menos regulados por el gobierno, aunque su capital sea cien por cien privado.

Las características más notables de este sector son el crecimiento estable de los beneficios, endeudamiento elevado, alta rentabilidad por dividendo y riesgo regulatorio. Es un sector de tinte defensivo y muy dependiente de los tipos de interés.

Consumo: el mundo desarrollado consume cada vez más. De hecho, el consumo representa dos tercios de la economía, norteamericana. Es un sector importantísimo de nuestra economía, por lo que debemos entender bien cómo funciona de cara a invertir en Bolsa. Lo más importante es saber que existen dos tipos de consumo:

Consumo defensivo: es el consumo no ligado al ciclo económico. Habrá determinados productos que seguiremos consumiendo con independencia de que nos bajen el sueldo o incluso de que perdamos nuestro empleo. Fundamentalmente alimentos (no podemos prescindir de ellos), sanidad (si padecemos del estómago no prescindiremos del antiácido por mucho que nos cueste) y las adicciones, fundamentalmente el tabaco. Así, compañías de alimentación/bebidas, compañías farmacéuticas y tabaqueras son los pilares del consumo defensivo. Lógicamente, este sector tiende a mantener unos beneficios estables a pesar de que la economía no crezca o que aumente el paro, por lo que habría que comprarlas en momentos de crisis económica o incertidumbre política. Es otro sector claramente defensivo.

Consumo c clico: es la otra cara de la moneda. Se trata del consumo que florece cuando la economía va bien y todos tenemos un empleo estable, con salarios al alza, seguridad económica y ausencia de preocupaciones geopolíticas. Podemos prescindir perfectamente de estos bienes y servicios, así que en el momento en el que hay que apretarse el cinturón reducimos al mínimo este tipo de consumo. La lista incluye al sector ocio (viajes, restaurantes, teatros, estudios cinematográficos), medios de comunicación, sector textil (aunque la ropa es una necesidad básica, podríamos pasar varias temporadas sin renovar el armario y sin llegar a pasar frío), y sector autos, entre otros. Son sectores que conviene tener en cartera en momentos de calentamiento económico, cuando el empleo es boyante y el consumo se dispara.

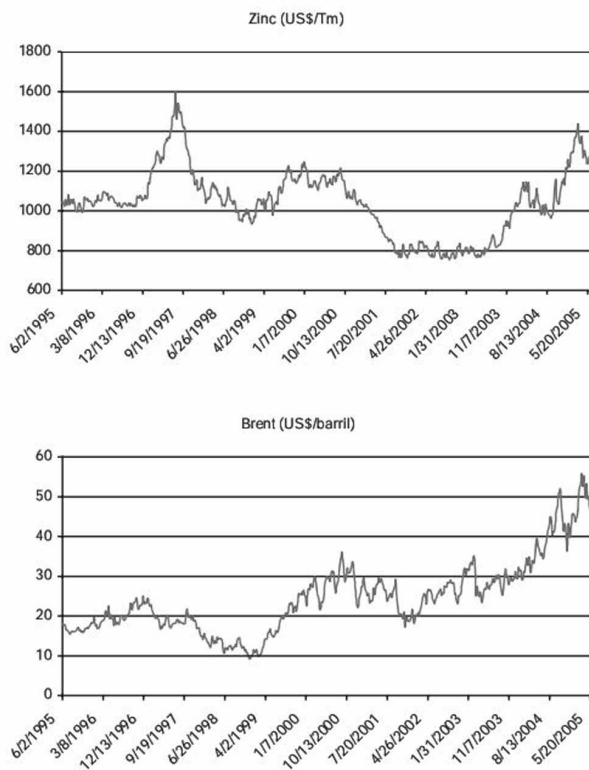
Financiero: los bancos mueven el mundo capitalista. Las empresas se financian para llevar a cabo sus proyectos de crecimiento (adquisiciones o inversiones), los particulares se financian para comprarse un coche, una lavadora o una casa, e incluso los estados necesitan financiarse para cubrir su déficit. Las entidades financieras sacan provecho de estas necesidades de financiación, así como de las comisiones que generan las transacciones en los mercados de renta fija y renta variable, o los grandes acuerdos de fusiones y adquisiciones entre empresas en los que suelen jugar papeles importantes como asesores. Por último, una fuente adicional de ingresos para el sector financiero son sus cuentas propias de bonos y Bolsa, que pueden aupar o hundir la cuenta de resultados de una entidad financiera. Aquí se incluyen los bancos comerciales, los bancos de inversión, las entidades de servicios financieros (por ejemplo un *broker*) y las entidades aseguradoras.

El momento bueno para invertir en el sector financiero no está tan claro. Cuanta más actividad económica haya, en principio mejor, porque los bancos conseguirán aumentar el volumen de créditos y el margen financiero (diferencia entre los que cobran por un préstamo y lo que pagan de interés al cliente por un depósito), y más comisiones por diversas transacciones. En este sentido, los bancos son cíclicos y hay que invertir en finanzas cuando la economía vaya a más. Sin embargo, al tiempo que la economía se recalienta, aumentan los tipos de interés, lo que suele traer incrementos en la morosidad y una disminución del crecimiento de las hipotecas. Para las aseguradoras, que tienen una cartera importantísima en acciones como parte de la inversión de sus fondos de pensiones, es muy relevante que la Bolsa no se hunda. Un mal año de bonos también suele ser un mal año para los resultados de una entidad financiera. En conclusión, para invertir en financieras siempre hay que asegurarse de que la entidad es sólida y está impecablemente gestionada.

Materias primas: este sector es muy relevante en las estrategias de rotación sectorial, porque aunque no sea muy representativo en la economía de países occidentales (sí lo es en muchos países emergentes), su principal característica es la volatilidad. Es el sector que sube o baja más en el menor periodo de tiempo. Si como inversores somos capaces de cogerle el tranquillo al sector materias primas, tendremos mucho

ganado. Aquí se incluyen compañías mineras, acereras, papeleras y también las **petroleras**, aunque estas últimas tienen un comportamiento diferenciado por la existencia de un potente cartel en el lado de la oferta que manipula los precios del petróleo, reduciendo o aumentando la producción en función de la demanda para que los precios del petróleo se mantengan dentro de unas bandas determinadas. Esto hace que el precio del petróleo nunca se hunda a pesar de que la economía se enfríe y la demanda de crudo caiga.

Evolución del zinc y del petróleo Brent en el periodo 1996-2005.



Fuente: Bloomberg.

La teoría para invertir en materias primas es bastante concisa. Hay que apostar por el sector cuando empiezan a subir los tipos de intervención de los bancos centrales. En ese momento, supuestamente, estaríamos en el punto de inflexión del ciclo económico. La vida del *rally* en el sector de materias primas es corta, por lo que al igual que hay que estar muy pendiente del momento de comprar, no es conveniente dormirse en los laureles a la hora de vender.

Industrial: el tejido industrial de un país es sinónimo de su grado de desarrollo, aunque cada vez cobra más importancia el sector servicios, dejando las inversiones en industria para países en vías de desarrollo donde los recursos necesarios para la producción son más baratos. En cualquier caso, el sector industrial suele comportarse bien en momentos de clara bonanza económica, más tarde en el ciclo alcista que el sector materias primas. Para que la industria se comporte bien es necesario que el consumo acompañe y que la financiación sea relativamente atractiva. Tipos de interés muy elevados pueden ser un enemigo importante del sector industrial. Sin embargo, el enemigo principal es la sobredimensión de recursos que dan paso a las temidas reestructuraciones industriales que, ciclo tras ciclo, siguen azotando a la mayor parte de las compañías del sector. Hay que comprar industria a PERs muy bajos y vigilando muy de cerca la calidad de los resultados de las compañías en las que se invierte.

Tecnolog a: es difícil situar el momento justo para invertir en el sector culpable de la burbuja bursátil más reciente. También es importante puntualizar que lo que hace treinta años se encasillaba en el sector tecnológico, hoy probablemente se clasifique en el sector industrial. La tecnología tiene un componente de innovación que lo hace un sector muy atractivo, pero también muy volátil, con grandes vaivenes dependiendo del éxito o fracaso de la tecnología en cuestión. Para que el sector triunfe es condición necesaria que la economía vaya bien, pero además tiene que producirse un salto importante en la aceptación de una nueva tecnología por el mercado: informatización de la empresa, telefonía móvil, Internet, hogar digital, etc. En 1999 y el primer trimestre de 2000 cualquier cosa que oliera a tecnología arrasaba en Bolsa, pero es una situación que no debería volver a repetirse en el corto plazo. Las burbujas se repiten, pero sus pautas no.

Cuando invertir en cada sector

Sector	Momento del ciclo económico	Características del sector
Consumo defensivo	Aparentemente la economía va bien pero se observa una ralentización en el crecimiento. El discurso de los bancos centrales no se centra tanto en los temores inflacionistas. Se están agotando las subidas de tipos.	Defensivo. Independiente del ciclo económico.
<i>Utilities</i>	Comienza a enfriarse la economía. Empiezan a bajar los tipos de interés.	Defensivo. Alta rentabilidad por dividendo. Sector regulado.
Financiero	La economía no se recupera, los tipos siguen bajando. El mercado hipotecario se reactiva y empieza a aumentar el crédito.	Cíclico, pero con armas para ganar dinero en momentos de economía débil.
Materias primas	La economía se estabiliza. Los tipos siguen bajos, el discurso de los bancos centrales vuelve a cambiar. Empiezan a hablar de inflación al tiempo que siguen preocupados por el crecimiento económico.	Muy cíclico. Periodo muy corto pero intenso de comportamiento mejor que el mercado. Suele repartir buenos dividendos.
Industrial	El ciclo cambia. La economía empieza a crecer y comienzan a subir los tipos de interés	Cíclico. Mejor en momentos de economía alcista después de importantes reestructuraciones que han «limpiado» el exceso de costes en el sector,
Consumo cíclico	El ciclo económico claramente mejora. Continúan subiendo los tipos de interés. Se crea mucho empleo. La inflación empieza a superar objetivos.	Cíclico. La cotización es muy dependiente de los resultados empresariales. Poco dividendo.
Tecnológico	La economía marcha como la seda y además no tiene visos de estropearse. Los tipos siguen subiendo.	Depende tanto del ciclo económico como de la aceptación de nuevas tecnologías por parte del mercado masivo. Dividendo bajo o nulo. Alto riesgo de fracaso ante productos no probados.

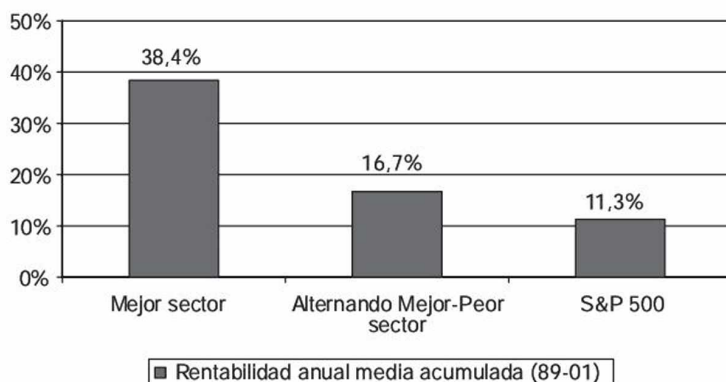
Fuente: Self Trade Bank.

¿QUÉ RENTABILIDAD PUEDO OBTENER?

Acertar el cien por cien de las veces sobre cuál es el punto exacto del ciclo económico en el que nos encontramos, y por tanto en qué sector conviene invertir, es prácticamente imposible, pero si lo hubiéramos conseguido, en el periodo 1989-2002, la rentabilidad anual compuesta obtenida de una cartera de renta variable americana hubiera sido del 38,4%, claramente mejor que el 11,3% anual que obtuvo el mercado.

Sin embargo, siendo realistas, sabemos que lo normal es acertar solo «a veces». Incluso acertando solo el 50% de las veces (mientras que en el otro 50% de las ocasiones hubiéramos elegido sectores equivocados), el comportamiento de la cartera hubiera sido mejor al del índice.

Rotación sectorial como estrategia de inversión a largo plazo.



Fuente: Franklin Tempelton Investments.

La conclusión es que rotar sectores es una buena estrategia. Mejor que diversificar siempre al cien por cien la cartera. Eso sí, con dedicación y disciplina y siempre conscientes de que al rotar sectores estamos elevando nuestro riesgo. Si nuestra prioridad es dormir tranquilos, nos indexamos (replicamos el índice) y quedamos tan contentos con ese 11,3% anual que de media consiguió el mercado en el periodo

estudiado (en periodos más largos la rentabilidad anual del mercado es algo inferior, del 9-10% aproximadamente).

ALGUNOS CONSEJOS PRÁCTICOS

Al invertir por sectores podemos hacerlo comprando directamente acciones, o bien comprando fondos sectoriales. Si invertimos a través de fondos no olvidemos que:

La clave de la rotación sectorial es acertar en qué momento del ciclo estamos. Por tanto, invertir en un fondo sectorial con excelentes resultados en los últimos doce meses suele ser señal de que llegamos a ese sector tarde. Aquí, más que nunca, debe tomarse al pie de la letra aquello de que «rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras».

Al comprar un fondo sectorial es importante que tenga un historial lo suficientemente largo como para ver cuál es su comportamiento en distintos momentos del ciclo. Lo ideal es ver cuál ha sido su comportamiento en cada uno de los últimos cinco años. Este periodo de tiempo suele contemplar un ciclo completo de Bolsa.

Los fondos sectoriales, además de servir para llevar a cabo una estrategia de rotación sectorial, pueden ser un buen vehículo para destinar parte de nuestra cartera a sectores con menor volatilidad y mayor rentabilidad por dividendo que el mercado. Es el caso de un fondo sectorial de *utilities*. Un fondo de estas características podría formar parte de una cartera de inversión a largo plazo.

Por el contrario, si lo que queremos es exposición a largo plazo en un sector de alto crecimiento, como puede ser el tecnológico o el biotecnológico, dada la alta volatilidad y el riesgo que tienen estos sectores, limitaríamos la inversión como máximo al 10% de nuestra cartera de renta variable, incluso si el horizonte temporal de la inversión es muy largo (más de diez años).

ESTRATEGIA *GROWTH*: «MÁS PENA QUE GLORIA»

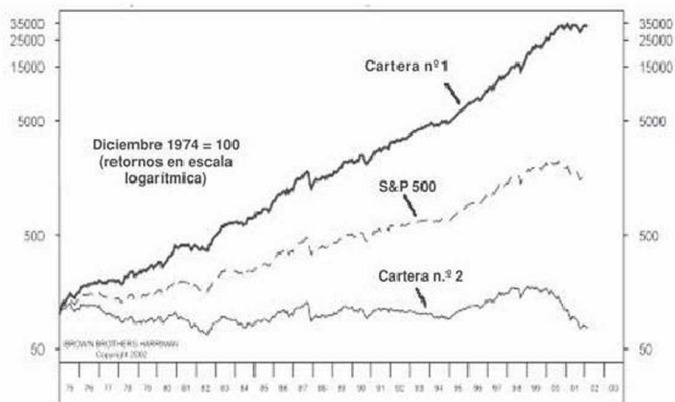
4

Al invertir nuestros ahorros todos queremos ganar cuanto más, mejor. Algunas teorías apuntan a que la mejor manera de sacar el máximo rendimiento a la Bolsa es invertir con estilo. Y esto ¿qué significa? ¿Tiene algo que ver con la moda? No. Invertir con estilo en jerga financiera significa invertir en empresas de crecimiento (estilo *growth*) o invertir en empresas de valor (estilo *value*).

¿QUÉ SENTIDO TIENE INVERTIR POR ESTILOS?

Tiene todo el sentido del mundo, si se sabe acertar qué estilo prima en cada momento. De hecho, si nos sabemos mover con soltura cambiando de estilo *growth* a estilo *value* cuando conviene podemos llegar a doblar el rendimiento del índice. La historia nos da la razón, y lo vemos en el siguiente gráfico.

Evolución de dos carteras gestionadas por estilos (1974-2002).



Fuente: BBH.

En el gráfico, la Cartera n. 1 está construida cambiando de «valor» a «crecimiento» en el momento más adecuado de cada ciclo. 100 US\$ de diciembre 1974 se transforman en 32.000 US\$ a mediados de 2002. Esto representa engordar nuestros ahorros cada año un 26,6%.

Los mismos 100 US\$ de 1974 invertidos en un *tracker* del S&P500 (fondo que replica exactamente al índice) se hubieran transformado en 1.615 US\$ a mediados de 2002, mejorando nuestra inversión un 10,8% cada año.

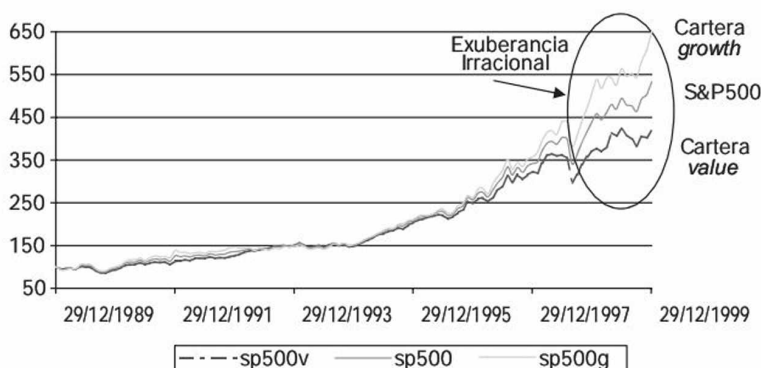
La Cartera n. 2 está construida cambiando de «valor» a «crecimiento» justo en el momento menos adecuado de cada ciclo. El resultado es desastroso. Los 100 US\$ invertidos a finales de 1974 se transforman en 75 US\$ a mediados de 2002. Cada año, voy perdiendo un 1,1% de mi inversión.

Desde el año 1974, la Bolsa ha pasado por cuatro fases bastante diferenciadas:

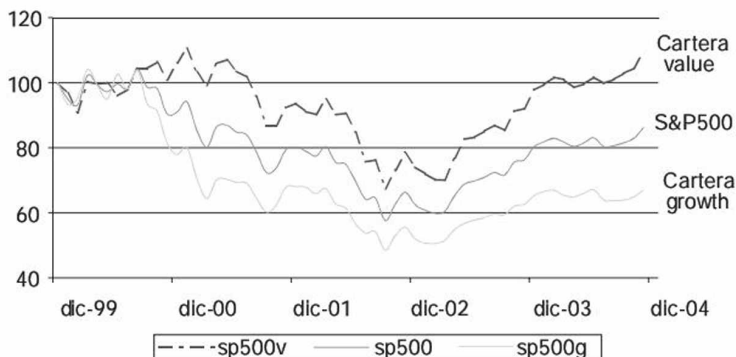
De 1975 a 1984 los inversores querían estrategias *value*. Una cartera *value* generó rendimientos anuales del 18%; el S&P 500 rindió un 15% al año y una estrategia *growth* generó un 12% anual en el periodo.

De 1984 a 1989 las estrategias por estilos no añadieron valor. Una estrategia *growth* y una *value* rindieron más o menos lo mismo que el índice S&P500, un 20% anual.

De 1990 a 1999 la estrategia *growth* fue indiscutiblemente mejor que la *value*. La cartera *growth* obtuvo una rentabilidad anual del 21% mejorando el 18% del S&P500 y el 15% de la cartera *value*. Las diferencias se acentúan en periodos de «exuberancia irracional» en los mercados (definición que dio el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, al comportamiento de los mercados bursátiles en el periodo 1998-1999).

Evolución de carteras *growth* y *value* (1990-1999).

Del año 2000 al 2004 vuelve a triunfar la estrategia *value*, que hubiera rentado un 2% anual en el periodo, que compara con un -6% anual para el S&P500 y con un -8% anual para una estrategia *growth*. En mercados inestables, invertir en valor es más seguro que invertir en crecimiento. En este mercado bajista, que alcanzó su nivel más bajo en septiembre de 2002, un inversor con una estrategia 100% *growth* habría llegado a perder un 51% de su cartera, mientras que uno con estrategia 100% *value* habría limitado sus pérdidas al 33%.

Evolución de carteras *growth* y *value* (2000-2004).

¿SOY UN INVERSOR EN CRECIMIENTO, COMO T. ROWE PRICE?

Teóricamente, el inversor en compañías de crecimiento busca empresas que estén entrando en periodos de rápida y vigorosa expansión. Al inversor en crecimiento no le importa tanto el precio que paga por una compañía, sino que esa compañía vaya a crecer por encima del mercado en los próximos años.

El pionero en invertir en crecimiento fue T. Rowe Price, que en la década de los treinta definió determinados criterios para identificar compañías que fueran a crecer más que la media. Además de un sólido análisis del balance y la cuenta de resultados de las candidatas, los seis criterios básicos que debía cumplir una compañía para entrar en su fondo de inversión eran:

Alta calidad de I+D.

Competencia limitada.

No pertenencia a sectores regulados por el gobierno.

Empleados bien pagados, pero costes laborales bajos (es decir, alta productividad).

Alta probabilidad de obtener retornos sobre el capital invertido (ROIC) elevados (superiores al 10%).

Crecimientos de BpA superiores a la media del mercado.

Del mismo modo que estos seis criterios servían para incluir una compañía en su fondo de crecimiento, T. Rowe Price seguía las siguientes pautas para vender las empresas que tenía en cartera:

La regla de oro: cuando el ROIC de una empresa desciende, es momento de vender, ha alcanzado su madurez.

Cuando una empresa alcanza una cotización un 30% superior al precio máximo que el inversor se haya fijado para entrar, debe vender un 10% de la posición, si sube un 10% más, debe venderse un 10% más, y así sucesivamente.

Al margen de todas estas pautas de compra y venta, T. Rowe Price decidió, a finales de la década de los sesenta, que la era de superioridad bursátil de las empresas de crecimiento había terminado, puesto que su teoría se basaba en que el periodo que siguió a la Segunda Guerra Mundial era favorable a la recuperación económica y a la creación y el éxito de empresas de crecimiento. Al acercarse la década de los setenta las circunstancias del mundo habían cambiado. Vendió su participación en su sociedad de inversión y se dedicó a invertir en materias primas y en activos inmobiliarios, con mucho éxito. En 1974 el fondo fundado por Price sufrió un sonado colapso aunque, una vez corregida la alta valoración de los valores de crecimiento, las teorías de Price han servido para detectar oportunidades de inversión como Xerox, Microsoft o Home Depot.

La gestora fundada por T Rowe Price en 1937 sigue existiendo con el mismo nombre del fundador, y prestando servicios de inversión a instituciones y particulares, a través de diversos fondos de inversión especializados en estrategias *growth*.

¿MERECE LA PENA INVERTIR SIEMPRE EN CRECIMIENTO?

Ha quedado claro que invertir en *value* o en *growth* en el momento oportuno es muy rentable. Pero también queda claro que al margen del sentimiento, algo tremendamente subjetivo y por lo tanto difícil de modelizar, no hay ningún indicador claro de que debamos invertir en *value* o en *growth*. No hay una correlación clara ni con los tipos de interés largos, ni con las políticas restrictivas (tipos de intervención al alza) o expansivas (a la baja) de los bancos centrales, ni con la volatilidad, ni con la valoración de los mercados.

Puesto que se trata de sentimiento de mercado, solo cuando la euforia bursátil es desmesurada, como en los años 1998 y 1999, no cabe duda de que hay que estar en crecimiento. Ahora bien, quedarse en valores de crecimiento cuando esa euforia ha terminado no es una buena idea, porque al pinchar una burbuja bursátil son estos valores los que más sufren. Basta con fijarse en lo ocurrido con las carteras *growth* en el

periodo 2000-2002. La decisión tomada por el propio pionero en estrategias de crecimiento de vender todos sus intereses en este tipo de valores a finales de los sesenta, simplemente porque preveía que su época de esplendor había pasado, es otro buen ejemplo de la arbitrariedad a la que está sometida la inversión por estilos.

Invertir solo en crecimiento no es una buena idea para la mayoría de los inversores, porque un mercado bajista, aunque sea corto, puede destrozar una cartera de estas características. Ahora bien, hay quien recomienda a inversores jóvenes, que supuestamente tienen «toda una vida por delante», que inviertan toda su cartera en fondos de crecimiento, dejando las estrategias *value* para los cobardes. Incluso este consejo es cuestionable porque la evidencia nos dice que a largo plazo (treinta años), las carteras *value* lo hacen mejor que las carteras *growth*. En el capítulo de estrategias *value* hay sobradas pruebas de esto, pero basta con citar que los mejores gestores del siglo xx (Warren Buffet, como máximo exponente), son inversores *value*.

ESTRATEGIA *VALUE*: «LA DE WARREN BUFFET»

5

En el capítulo anterior introducíamos el concepto de la inversión por estilos, diferenciando la inversión por crecimiento (estilo *growth*) de la inversión por valor (estilo *value*). La conclusión más relevante del pasado capítulo es que podríamos maximizar de forma espectacular nuestra rentabilidad en Bolsa si contáramos con la bola de cristal que nos dijera cuándo cambiar de estilo *value* a estilo *growth*. Sin embargo veíamos cómo el cambio de sentimiento del mercado entre un estilo y otro era altamente arbitrario, por lo que resulta difícil acertar. No depende claramente ni del ciclo económico, ni de los tipos de interés, ni de la prima de riesgo. Solo en momentos de extrema exuberancia en el mercado (periodo 1998-1999) está clarísimo que hay que invertir en crecimiento, de la misma forma que en periodos de extrema cautela (2001-2002) resulta evidente que lo mejor es invertir en valor.

Otra de las cuestiones que quedaba clara en el capítulo anterior era que invertir solo en crecimiento, a largo plazo conlleva un riesgo mucho mayor que invertir en valor. Gran parte de la rentabilidad de una cartera invertida en crecimiento durante ocho años puede perderse en un momento de crisis bursátil, como el vivido en el periodo 2001-2002; sin embargo, la inversión en valor quedará mucho más protegida.

En este capítulo, si hay algo que queremos dejar claro, es que a largo plazo siempre merece la pena estar más invertido en compañías de valor que en compañías de crecimiento. En la próxima tabla vemos cómo una inversión a treinta, veinte o diez años en valor es más rentable que una inversión en crecimiento. Tomamos los datos que proporciona la empresa de inversión norteamericana Barra para el índice S&P 500.

Rentabilidad compuesta anual de los índices S&P500; S&P500 *growth* y S&P500 *value*

	S&P 500	S&P 500 Growth	S&P 500 Value
30 años (1975-2004)	13,75%	12,41%	14,70%
20 años (1985-2004)	13,22%	12,84%	13,16%
10 años (1995-2004)	12,07%	11,44%	12,24%

Fuente: www.barra.com.

Las cifras hablan por sí solas. La inversión en compañías de valor es más rentable. Aunque las diferencias parezcan pequeñas, en periodos largos son muy relevantes. Si tomamos 1.000 US\$ invertidos en diciembre de 1975 en compañías de crecimiento, treinta años después tendríamos 33.390 US\$. Los mismos 1.000 US\$ invertidos en compañías de Valor en 1974 se habrían transformado treinta años más tarde en 61.230 US\$. Invirtiendo en valor hubiera obtenido un 83% más que en crecimiento. La diferencia no es nada despreciable.

¿QUÉ ES UNA EMPRESA DE VALOR?

Intuitivamente, una empresa de valor es una empresa que cotiza barata respecto a sus activos. Es decir, es una empresa que tiene más valor de lo que el mercado le reconoce. La compañía de servicios financieros Barra creó en 1974 un método para dividir las compañías del índice S&P 500 en «acciones de valor» y en «acciones de crecimiento». Desde entonces, sus índices Barra *growth* y Barra *value* son los más seguidos por los inversores que invierten por estilos. Barra se basa en un único ratio para clasificar las compañías de un índice. El ratio es la inversa del Precio/Valor Teórico Contable (inversa del P/VTC). El valor teórico contable aparece en el balance de cada compañía y mide los activos netos de deuda de la empresa por acción, o lo que es aproximadamente similar, sus fondos propios por acción.

Por tanto Barra utiliza el ratio que pone en relación los activos o los recursos de una compañía, con su valor en bolsa. Si el ratio P/VTC es bajo (o si su inverso es alto), la compañía está barata y pertenece al índice de valor. Si por el contrario el ratio P/VTC es alto (o su inverso

es bajo), la compañía está cara y es un valor de crecimiento. Se dividen los valores para que cada índice (*growth* y *value*) represente en torno al 50% de la capitalización bursátil del S&P 500. Estos índices se actualizan cada seis meses, o cuando es necesario debido a fusiones, adquisiciones u otros acontecimientos corporativos que provoquen cambios en el índice S&P500.

Si Barra hace este ejercicio para el S&P500, nosotros lo hemos realizado para el Ibex 35, con el siguiente resultado.

Ibex35: valor y crecimiento

	Sector	Capita- lización burs til (mn €)	P/VTC	Inversa del P/VTC	Cap. burs. vs Ibex35	Cap. burs. acumu- lada
TPI	medios	2.452	11,69	0,09	1%	1%
SOGECABLE	medios	4.172	10,06	0,10	1%	2%
TELEF NICA M VILES	telecom	40.404	8,76	0,11	10%	11%
ALTADIS	tabaco	9.478	8,38	0,12	2%	14%
TELECINCO	medios	4.092	7,85	0,13	1%	15%
INDITEX	textil	13.134	5,79	0,17	3%	18%
PRISA	medios	3.361	5,06	0,20	1%	19%
GAMESA	industrial	2.606	4,94	0,20	1%	19%
INDRA	tecnología	1.927	4,89	0,20	0%	20%
AMADEUS	tecnología	4.329	4,66	0,21	1%	21%
TELEF NICA	telecom	69.432	4,39	0,23	17%	37%
METROVACESA	inmobiliario	2.513	3,87	0,26	1%	38%
ACS	construcción	6.193	3,11	0,32	1%	40%
FERROVIAL	construcción	5.765	2,92	0,34	1%	41%
BANKINTER	bancario	2.986	2,89	0,35	1%	42%
ABERTIS	autopistas	8.887	2,87	0,35	2%	44%
ENAGAS	gas	2.781	2,75	0,36	1%	45%
BANCO POPULAR	bancario	10.965	2,75	0,36	3%	47%
FCC	construcción	4.605	2,50	0,40	1%	48%
BANESTO	bancario	7.464	2,48	0,40	2%	50%
GAS NATURAL	gas	10.142	2,20	0,45	2%	50%
BBVA	bancario	44.149	2,19	0,46	11%	47%
SACYR VALLEHERMOSO	construcción	3.308	2,00	0,50	1%	37%

(continúa)

(continuación)

Ibex35: valor y crecimiento

	Sector	Capitalización bursatil (mn €)	P/VTC	Inversa del P/VTC	Cap. burs. vs Ibex35	Cap. burs. acumulada
BANCO SANTANDER	bancario	56.601	1,99	0,50	14%	36%
IBERDROLA	eléctrica	16.679	1,91	0,52	4%	22%
NH HOTELES	hostelería	1.163	1,90	0,53	0%	18%
CORPORACIÓN MAPFRE	seguros	2.592	1,89	0,53	1%	18%
ENDESA	eléctrica	17.766	1,87	0,53	4%	17%
ACERINOX	acero	3.019	1,83	0,55	1%	13%
UNIÓN FENOSA	eléctrica	5.923	1,77	0,56	1%	12%
BANCO SABADELL	bancario	5.217	1,62	0,62	1%	11%
ACCIONA	construcción	4.201	1,59	0,63	1%	10%
IBERIA	líneas aéreas	2.456	1,57	0,64	1%	9%
REPSOL	petróleo	23.074	1,51	0,66	6%	8%
ARCELOR	acero	10.671	1,23	0,81	3%	3%

Fuente: Self Trade Bank. En negrita empresas de crecimiento, las restantes serían empresas de valor. Datos de enero 2005.

Las primeras veinte compañías de la tabla formarían el índice Ibex35 crecimiento, mientras que las siguientes quince compañías serían el Ibex35 Valor. Entre este segundo grupo de empresas se repiten algunas de las pautas que vemos en el índice *Barra value*: son compañías que tienden a tener PERes bajos (como las petroleras), rentabilidad por dividendo alta (como las eléctricas) y crecimientos de beneficios difíciles de predecir (como las compañías de materias primas). El índice de valor suele tener más eléctricas, financieras y petroleras que el índice de crecimiento, mientras que este último suele contar con una mayoría de empresas tecnológicas y de consumo defensivo. Estas tendencias pueden variar según el momento de mercado. De hecho en el año 2002 la mayor parte de las empresas de telecomunicaciones europeas formaban parte del índice de valor, debido por una parte a que sus activos en balance estaban sobrevalorados por los altos precios que pagaron por las licencias UMTS europeas, y por otro a la fortísima caída que acumulaban en Bolsa en los últimos tres años. Esa situación

anómala ya se ha corregido. Ahora quizá choque ver a la mayor parte de las constructoras en la zona de crecimiento, cuando tradicionalmente tiende a ser un sector de valor.

WARREN BUFFET: ALGO MÁS QUE VALOR

Comprar valor es comprar barato. Esto es lo que predica la escuela de inversión creada por Benjamin Graham a la que ha sido siempre fiel Warren Buffet, con inmejorables resultados. Warren Buffet se hizo cargo de la sociedad de inversión Berkshire Hathaway en 1965. Si hubiéramos invertido 10.000 US\$ en Berkshire Hathaway ese año, hoy tendríamos 30 millones. Buffet es un personaje controvertido. El mercado le dio la espalda en el boom tecnológico de finales de los noventa porque se negaba a comprar empresas cuyo producto no entendía, perdiéndose los pelletazos bursátiles de empresas de Internet y telecomunicaciones. En 2001 y 2002, al pinchar la burbuja tecnológica, Warren Buffet recobró su prestigio, y hoy pocos dudan que su estrategia de inversión es imbatible.

La mayor parte de los inversores que compran empresas teóricamente infravaloradas tienen la esperanza de que el mercado corrija su ineficiencia y termine por reconocer su valor. Por el contrario, a Warren Buffet no le interesa demasiado el comportamiento del mercado bursátil, ya que lo que realmente busca es comprar empresas de buena calidad. Si la empresa es buena, el mercado hará el resto.

¿Cuál es su método? Buffet se hace las siguientes preguntas a la hora de comprar una empresa con el objetivo de encontrar calidad a precios moderados. La lista no es exhaustiva, pero constituye un buen curso de análisis fundamental.

¿SON CONSISTENTES LOS BENEFICIOS DE LA EMPRESA?

Buffet utiliza el ROE (beneficio neto/ fondos propios) para medir la rentabilidad de la compañía y lo compara con el ROE medio del sector. No solo es importante que el ROE del último año sea elevado con relación a sus competidoras, sino que sea consistente en el tiempo. Habría que mirar el ROE de los últimos 5-10 años.

¿TIENE DEMASIADA DEUDA?

Muchos empresarios prefieren financiarse con deuda que con fondos propios, pero Buffet es un acérrimo defensor de limitar el peso de la deuda en el balance. El endeudamiento excesivo genera volatilidad en los beneficios en función de si suben o bajan los tipos de interés. Buffet prefiere comprar empresas con ratios de endeudamiento bajos (deuda/fondos propios).

¿LOS MÁRGENES SON ALTOS? ¿SON CRECIENTES?

Interesa comprar empresas en las que una buena proporción de los ingresos se conviertan en beneficios. Cuanto más alto sea el margen neto (beneficio neto / ventas) mejor, aunque sobre todo lo que importa es que este margen sea creciente. Es posible que la empresa estudiada tenga un margen sobre ventas bajo en comparación con otras del sector, pero sería interesante si lleva una progresión ascendente de márgenes en los últimos cinco años.

¿CUÁNTOS AÑOS LLEVA FUNCIONANDO LA COMPAÑÍA?

Generalmente Buffet no compra empresas que lleven menos de diez años cotizando en Bolsa. Si la empresa adquirida no cotiza, busca compañías con un sólido historial a sus espaldas. No juega con *start ups*, en parte debido a esto quedó al margen del boom tecnológico y su posterior pinchazo. Buffet busca compañías que hayan capeado algún que otro temporal y que estén infravaloradas.

¿VENDE PRODUCTOS DIFERENCIADOS DE LA COMPETENCIA?

Cuanta mayor diferenciación respecto a la competencia presente el producto/servicio de la compañía, mejor. Buffet busca negocios con ventajas competitivas, por lo que generalmente se aleja del sector materias primas, cuyo producto está totalmente comoditizado. En ocasiones, si la infravaloración de la empresa estudiada es muy acusada, se ha saltado esta regla.

¿COTIZA CON UN DESCUENTO SUPERIOR AL 25% RESPECTO A SU VALORACIÓN FUNDAMENTAL?

El último punto es la clave. Podemos encontrar bastantes empresas que cumplen con las cinco primeras condiciones, pero es mucho más complicado encontrar empresas de calidad que además estén infravaloradas. Un problema añadido es determinar correctamente cuál es la valoración fundamental de la compañía. Buffet tiene un amplio equipo de analistas dedicados a ello. Si el valor de mercado es un 25% inferior al valor fundamental de la empresa objetivo, hay negocio. Esta última regla es suficientemente restrictiva como para dejar fuera a la mayor parte del mercado. El éxito de la estrategia de Buffet radica en saber valorar las empresas y además comprar solo las que están francamente baratas.

INVERTIR POR STOCK PICKING: «COMO SI FUERAS PETER LYNCH»

Stock picking. Este es otro término anglosajón omnipresente en carteras modelo, fondos de inversión y libros de estrategia bursátil. Su traducción es bien sencilla: elección de valores.

La elección de valores por *stock picking* suele realizarse mediante criterios más fundamentales que técnicos. Es decir, fijándose en la actividad de la empresa, cómo evolucionará en los próximos meses considerando el entorno económico general, la competencia existente en el mercado, su equipo directivo y cosas por el estilo. Generalmente, los *stock pickers* se fijan poco en las figuras de análisis técnico puesto que sus inversiones tienen un carácter más largoplacista. Eso sí, el objetivo último de un *stock picker* es encontrar oportunidades de oro en el mercado, acciones con capacidad de multiplicar su precio por diez. Lógicamente, no toda su cartera tendrá estas pretensiones, pero si el *stock picker* compra diez valores, tendrá esperanzas de que al menos uno multiplique su cotización varias veces.

¿SOY UN STOCK PICKER?

El inversor por *stock picking* no tiene excesiva prisa por ver crecer su dinero, aunque sus expectativas de retorno son muy altas. Busca empresas de calidad y que además estén infravaloradas, y no le gusta replicar un índice. Una característica adicional es que su cartera de valores suele constar de unas pocas acciones, seleccionadas con mucho cuidado. En la mayor parte de los casos, unos cinco-diez valores serán suficientes para componer una buena cartera de *stock picking*. Si nos ceñimos al caso español, en esa hipotética cartera de cinco valores

podría haber perfectamente uno o dos valores que no pertenecieran al Ibex 35. El *stock picker* suele dar un voto de confianza a compañías pequeñas, a las que ha visto alguna característica especial que podría convertirlas en compañías grandes.

NO SOLO IMPORTAN LOS NÚMEROS

Más adelante veremos cómo el gran *stock picker* de los mercados financieros, Peter Lynch, gestor del fondo Magellan durante años, hizo sus mejores elecciones. Veremos cómo, además de pasar mucho tiempo con analistas financieros haciendo números sobre las compañías que estudiaba, las mejores elecciones de valores de su carrera surgieron de la observación minuciosa del entorno y de la aplicación del sentido común. Son los criterios cualitativos los que en muchas ocasiones juegan un papel tan relevante como los cuantitativos (rentabilidad por dividendo, PER, precio/valor teórico contable, opinión de consenso, solvencia financiera, etc.).

Equipo gestor: no debemos olvidar que el equipo gestor es la columna vertebral de la compañía. Son los responsables del día a día, pero además toman decisiones estratégicas que pueden elevar una empresa al estrellato o hundirla en el fondo del océano. Cuando echemos un vistazo al equipo gestor de una empresa debemos preguntarnos:

Qui n lo compone: los cargos más relevantes son el consejero delegado (o presidente ejecutivo), el director financiero, el director de operaciones y el director estratégico o de inversiones. Conviene saber si el poder está muy centralizado (hay compañías en las que el consejero delegado (CEO en términos anglosajones) toma absolutamente todas las decisiones, y otros estilos de gestión en los que el poder se diluye en un equipo más amplio.

De dónde viene: en otras palabras, cuál es el *curriculum* académico y profesional de los componentes del equipo directivo. ¿Tienen experiencia en la industria? ¿Han tenido problemas con las

autoridades supervisoras del mercado de valores en cargos anteriores?

Cuáles su filosofía: gestión personalista o abierta. Opacidad o transparencia. Rigor o flexibilidad. Deberíamos confiar en el estilo de gestión de una compañía antes de comprarla con la expectativa de multiplicar nuestra inversión.

Cuánto tiempo llevan al mando: un equipo gestor que lleva veinte años al frente de la compañía presumiblemente hace las cosas bien. Nadie dura tanto al mando si comete errores de bulto. Si nuestra compañía elegida es una historia de reestructuración, probablemente necesite un equipo gestor nuevo. Entonces es especialmente importante que nos fijemos en las ocupaciones previas del nuevo consejo. Si fueron capaces de dar la vuelta a una compañía en el pasado, será más probable que sean capaces de hacerlo de nuevo. En la historia bursátil reciente del mercado español, un buen ejemplo de la importancia del gestor es el voto de confianza que dio el mercado a la entrada de Leopoldo Fernández Pujals, fundador y artífice del éxito de Telepizza en los noventa, en el capital de Jazztel (septiembre de 2004).

Cotización de Jazztel (septiembre 2004-junio 2005).



Fuente: Bloomberg.

Entender la actividad de la compañía: esta regla de oro para invertir en bolsa es más importante si cabe si queremos ser *stock pickers* de éxito. Entender cuál es el producto o servicio de una empresa, cómo lo fabrica y a quién lo vende es decisivo para elegir con criterio. Para un *stock picker*, aquello de comprar y vender de oídas (porque alguien le «sopla» que aquello es un chollo) es un sacrilegio. El pinchazo de la burbuja tecnológica cogió por sorpresa a muchos inversores que habían confiado en multiplicar su dinero con cualquier cosa que sonara a tecnología. Nadie pareció percibir que había suficiente fibra óptica para atender a las necesidades de capacidad de los siguientes diez años, ni que la tecnología UMTS tardaría cinco años en empezar a funcionar, ni que el comercio electrónico conlleva desarrollos logísticos muy complejos en cuanto la clientela crece un poco. Estos detalles, en gran medida de sentido común, hubieran salvado muchas inversiones.

No perder de vista la industria y la competencia: lo principal es saber cómo genera beneficios la empresa elegida, pero también es necesario seguir la evolución general del sector o industria a la que pertenece la compañía. Por muy bien gestionada que esté una tabaquera, no podemos dar la espalda a la realidad. Cada día hay menos fumadores en los países desarrollados, y la situación tiende a agudizarse por el intervencionismo estatal ante los desorbitados costes sanitarios de atender al colectivo fumador. Si a esto añadimos el alto riesgo de litigios que derivan en indemnizaciones multimillonarias que deben atender las tabaqueras en países como EE UU, hay que ser valiente para elegir una empresa del sector para formar parte de una cartera de inversión. Otros factores del sector que conviene vigilar son el entorno competitivo (pocos jugadores o sector fragmentado), la cuota de mercado de la compañía elegida, barreras de entrada en la industria (es relativamente fácil montar una cadena de heladerías, pero mucho más difícil crear una compañía farmacéutica).

El poder de la marca: el reconocimiento de una marca lleva años, tanto en el desarrollo del producto como en el presupuesto de marketing de una empresa. No debemos infravalorar su poder. Coca Cola, la marca más popular del mundo, ha terminado por superar todas sus crisis gracias a este reconocimiento global. Comprar

Coca Cola en momentos de vacas flacas puede ser muy rentable, y todo gracias al poder de la marca. Otras compañías diversifican el riesgo contruyendo su negocio alrededor de un buen número de marcas muy poderosas. Es el caso de compañías de consumo como Procter & Gamble. Solo para el mercado español destacan multitud de marcas muy conocidas (Ariel, Clairol, Don Limpio, Fairy, H&S, Max Factor, Olay, Pantene, Tampax). Las marcas asociadas a un individuo son más peligrosas. En primer lugar, porque ese individuo puede verse envuelto en algún tipo de escándalo, machacando la credibilidad de la compañía y de su cotización. Fue el caso de Martha Stewart en EE UU. En segundo lugar, porque una empresa ligada a un individuo siempre corre el riesgo de que la persona se desligue del proyecto, bien voluntariamente o por accidente. En cualquiera de los casos se produce una situación de vacío e incertidumbre que el mercado suele penalizar con fuertes descensos.

Sentido común: no hay que complicarse demasiado. La mayor parte de las veces el sentido común y la observación de nuestro entorno son los mejores aliados a la hora de descubrir empresas con potencial para multiplicar nuestro dinero. No es necesario dedicarse al mundo de las finanzas, ni leer la prensa económica a diario para percibir que determinados productos o servicios irrumpen en nuestra vida diaria y pueden representar una oportunidad para un *stock picker*. Peter Lynch tiene mucho que aportar al respecto.

LAS LECCIONES DE PETER LYNCH

Peter Lynch ha sido calificado como el mejor gestor de fondos de la década de los ochenta que, por cierto, fue bastante complicada para el mercado de renta variable. Es un *stock picker* nato. Ha sido director del fondo Fidelity Magellan Fund durante trece años. Una inversión de 10.000 US\$ realizada en 1977 en este fondo (año en que Lynch tomó las riendas) se había multiplicado por veintiocho veces en 1990, cuando dejó el fondo. Su libro, *Un paso por delante de la Bolsa*, explica muchos de sus secretos, pero si tenemos que destacar uno nos quedamos con una idea: su éxito deriva de su capacidad para ver el mercado como un *amateur*. Las mejores oportunidades para invertir se

encuentran en el centro comercial o en la empresa en la que trabajamos. Podemos descubrir las compañías de más éxito del futuro observando nuestro entorno más cercano. Así nos adelantaremos a los expertos y encontraremos los *tenbaggers*, acciones cuyo valor se multiplica por diez convirtiendo una cartera convencional en una cartera estrella. Veamos algunos ejemplos.

L'EGGS: UNO DE LOS DOS PRODUCTOS DE CONSUMO DE MAYOR ÉXITO DE LA DÉCADA DE LOS SETENTA

Peter Lynch utiliza a menudo el ejemplo de esta marca de medias, L eggs, descubierta por su mujer en el supermercado. La historia es la siguiente. El propio Peter Lynch, que antes de ser gestor fue analista, cubría Hanes, compañía que fabricaba esta marca de medias en la década de los setenta, por lo que conocía en bastante profundidad su negocio, así como la industria textil norteamericana. Sin embargo la decisión de invertir en Hanes, una vez se hizo cargo del fondo Fidelity Magellan, no fue resultado de sus conclusiones sobre la empresa como analista, sino de una observación realizada por su mujer. Carolyn comentó cómo, al ir al supermercado, había visto las medias L eggs en unas cajas de plástico de colores con forma de huevo situadas en las estanterías cercanas a la caja de pago. Hanes estaba introduciendo las medias L eggs con carácter de prueba en diferentes supermercados del país con el llamativo paquete en forma de huevo y el novedoso posicionamiento en las estanterías cercanas a la caja, normalmente reservadas a otros productos como las pilas o los dulces. Al salir de los puntos de venta de prueba, representantes de Hanes preguntaban a las clientas si habían comprado medias, y un alto porcentaje contestó afirmativamente, citando el paquete en forma de huevo pero sin recordar la marca. Hanes se dio cuenta del éxito del lanzamiento de su producto en supermercados casi al mismo tiempo que Peter Lynch, gracias a su mujer, y mucho antes que el resto del mercado. Peter Lynch consiguió multiplicar por seis la inversión realizada por su fondo en Hanes. La compañía fue adquirida posteriormente por Consolidated Foods, que ahora es Sara Lee. En el momento de la adquisición, Peter Lynch deshizo su inversión en Hanes.

THE LIMITED: MULTIPLICÓ POR VEINTE EN CUATRO AÑOS Y POR MÁS DE CIEN EN OCHO

Una historia similar es la de The Limited, cadena de moda que arrasó en el mercado norteamericano en los años ochenta. Peter Lynch cuenta cómo uno de sus amigos, empañado en seguir los consejos de su *broker* y de las columnas de opinión de la prensa económica, pasó por alto los comentarios de su esposa. La mujer llegó un día a casa entusiasmada con una nueva tienda que había en el centro comercial, The Limited, en la que había ropa bonita y barata. Había conseguido apañar el guardarropa de invierno de sus hijas por 275 dólares. Corría el año 1979 y The Limited cotizaba en bolsa a 50 centavos por acción. La empresa había sido creada en 1963 con una única tienda en Columbus, Ohio, y salió a cotizar en bolsa en 1969 en el mercado OTC. Los expertos no hablaban de la compañía, apenas tenía cobertura por parte de las casas de análisis. En resumen, al marido aquello le sonaba a capricho de su mujer, y decidió invertir 3.000 dólares en una compañía de discos duros, negocio que no entendía en absoluto, porque el Wall Street Journal hablaba bien de ella y su *broker* se la había recomendado.

El final de esta historia es fácil de adivinar. En cuatro años The Limited había abierto 400 tiendas por todo el país, y las acciones cotizaban a 9 dólares, multiplicando su valor por dieciocho. La compañía de discos duros perdió la mitad de su valor en un año porque la competencia empezó a bajar precios y el protagonista de esta historia decidió vender asumiendo una pérdida de 1.500 dólares. La mujer siguió comprando en The Limited unos años más, hasta que los precios empezaron a subir y la ropa perdió exclusividad. En 1987 ya no era su tienda favorita. Sin embargo, fue justo entonces, cuando The Limited cotizaba a unos 50 dólares por acción (los 3.000 dólares que el marido invirtió en la empresa de discos duros se hubieran convertido en 318.000 dólares de haber hecho caso a su mujer). The Limited era recomendada por un gran número de analistas, y ocupaba portadas de los semanarios económicos más respetados. El marido compró entonces, desoyendo de nuevo los comentarios de su mujer. El resultado fue nefasto, pocos meses después The Limited cotizaba a

8 dólares por acción. De nuevo, el inversor *amateur* demuestra tener mucho más criterio que el experto.

La lista de compañías exitosas en las que invirtió Peter Lynch gracias a su sentido común o al de las personas que le rodeaban incluye compañías como Apple, Toys R Us y Dunkin Donuts. Peter Lynch advierte que una parte importante del trabajo de un analista debería ser trabajo de campo. Salir a la calle y probar productos y servicios de las compañías que recomiendan. Hay que hacer números pero no se debe perder el contacto con la realidad.

INVERTIR SEGÚN EL *EARNINGS YIELD GAP*: «CÓMO PERDER UNA ESPOSA Y GANAR UNA AMANTE»

Para comprender esta teoría de inversión es necesario ponerse un poco técnico, pero merece la pena. Lo primero que se debe matizar es que el método de valoración del *Earnings Yield Gap* (EYG) nos va a servir para saber si debemos estar posicionados en Bolsa o en renta fija. Si acertamos en esto, tenemos más de la mitad del camino ganado para sacar la mayor rentabilidad posible a nuestro dinero. Una vez que sepamos que es un buen momento para entrar en Bolsa podremos acudir a otros métodos o estrategias para obtener una buena selección de valores. Una opción más sencilla es comprar un buen fondo de Bolsa, si el momento es propicio para la renta variable, y cambiarlo por un fondo de renta fija, o por un fondo monetario, en el momento en que el método EYG nos diga que la Bolsa ha perdido atractivo.

EMPEZAMOS POR EL PER DEL MERCADO

Al igual que cada empresa tiene un ratio PER que pone en relación su cotización con sus beneficios estimados ($\text{PER} = \text{cotización} / \text{beneficio por acción estimado}$), cada mercado en su conjunto tiene también un PER.

$$\text{PER mercado} = \frac{\text{cotización del índice}}{\text{beneficio por acción estimado del índice}}$$

El beneficio por acción estimado del índice se calcula multiplicando el beneficio por acción estimado de cada uno de los valores que componen el índice por su ponderación en ese índice. El beneficio por

acción estimado de un índice lo calculan las empresas que difunden datos de consenso, como First Call o JCF. Por ejemplo, el PER estimado del índice S&P 500 en enero de 2005 era de 16,5 veces.

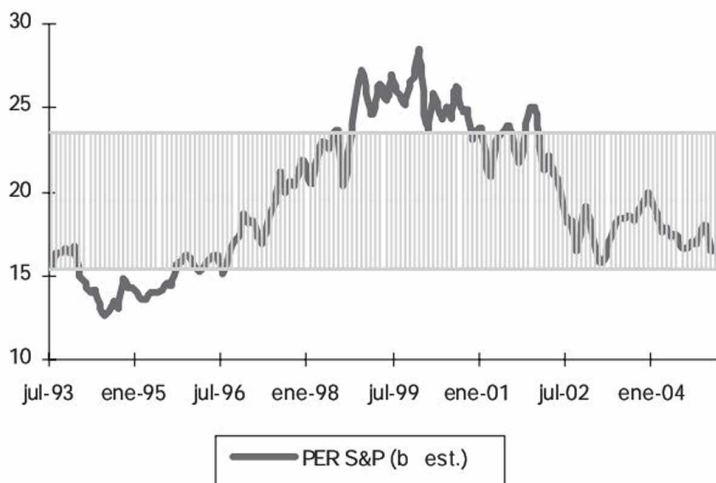
PER S&P 500 = cotización S&P 500 / BpA estimado de consenso
para el S&P 500

$$\text{PER S\&P 500} = 1171,36 / 71,19 \text{ US\$} = 16,5x$$

Ya sabemos que a 30 de enero de 2005, el S&P 500 cotizaba a un PER de 16,5x. Este PER estimado incorpora la hipótesis de que los beneficios por acción estimados de las empresas del S&P 500 alcanzarán los 71,19 US\$, lo que representa un crecimiento del 6% sobre los beneficios publicados el año anterior. Son datos de consenso.

¿Un PER de mercado de 16,5x es alto o bajo? Para saberlo, vamos a mirar la serie histórica para el índice S&P 500 del PER estimado. Vemos que el PER medio del S&P 500 en los últimos once años es de 19,5 veces. Por lo tanto, el PER en enero de 2005 del mercado americano nos invitaría a comprar Bolsa ya que es bastante inferior a la media histórica.

PER estimado del índice S&P 500 (1993-2005).



Fuente: Bloomberg.

En el gráfico vemos como un PER de 16,5x está en la parte más baja de la zona rayada, que representa la media histórica de PER (19,5x) a la que sumamos y restamos una desviación típica. Esto nos da un rango «razonable» para el PER de mercado, de 15,4x a 23,5x. Por tanto, aunque la Bolsa americana está barata, no podemos decir que está espectacularmente barata. El PER podría caer todavía algo más y conservarse todavía dentro de un rango «razonable». Veríamos el PER más bajo si el índice cayera y las expectativas de beneficios empresariales se mantuvieran. El PER también caería si las expectativas de beneficios empresariales mejoraran y el índice se mantuviera.

Según el PER, vemos cómo en la historia bursátil de la última década la Bolsa americana estuvo desorbitadamente cara desde enero de 1999 hasta diciembre de 2000. Tras el pinchazo de la crisis bursátil, y a pesar de las profundas caídas del mercado en los años 2000, 2001 y 2002, todavía no hemos visto la otra cara de la moneda. El gráfico del PER todavía no ha mostrado un mercado claramente barato (PER inferior a la media menos una desviación típica), como vimos en los años 1994, 1995 y 1996.

¿QUÉ PAPEL JUEGAN LOS TIPOS DE INTERÉS?

Para valorar el mercado por EYG, tenemos que introducir una nueva variable: el nivel de los tipos de interés. La lógica tras este razonamiento está en que, a grandes rasgos, el dinero fluye de la Bolsa a la renta fija y viceversa.

Si la Letra del Tesoro, activo sin riesgo, me da un interés del 2%, tendré mayor predisposición a asumir el riesgo inherente a la Bolsa, incluso si el PER es relativamente alto. Con el 2% no cubro ni siquiera el incremento del coste de la vida.

Por el contrario, si los tipos de interés son más altos y el activo sin riesgo me da un interés del 5% me lo pensaré mucho más a la hora de invertir en Bolsa. Si tengo un perfil de riesgo moderado seguramente preferiré ganar un 5% al año, sin asumir ningún riesgo, que «jugar» a la Bolsa, donde puedo sufrir importantes pérdidas. Si los tipos de interés que me dan los activos sin riesgo son altos, solo estaré dispuesto a «jugar en Bolsa» si está muy barata, es decir, si el PER es muy bajo.

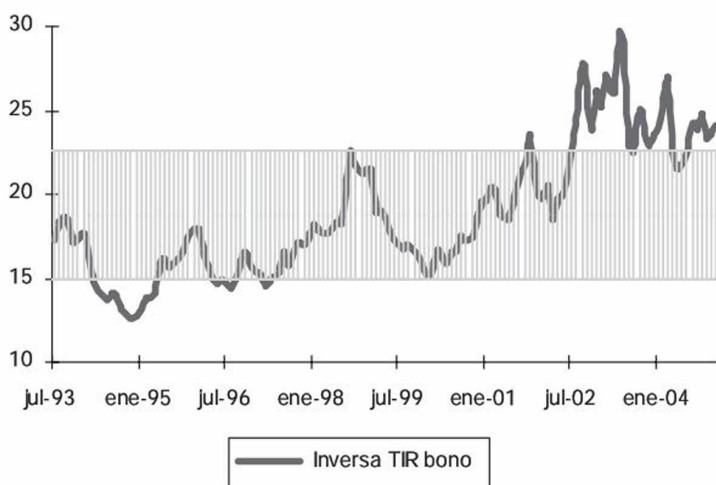
Por tanto, necesito poner en relación el PER de la Bolsa, con el nivel de los tipos de interés. Vamos a conseguirlo calculando el «PER del bono». Como activo sin riesgo, vamos a tomar el Bono del Estado a diez años. En el ejemplo que estamos utilizando, referente a la Bolsa americana, compararemos el PER del S&P 500, con el PER del Bono del Tesoro americano con vencimiento a diez años.

El PER del bono a 10 años es la inversa de su tipo de interés. Por ejemplo, en enero de 2005 el bono a 10 años de EE UU daba un tipo de interés del 4,14% (0,0414). En enero de 2005 el PER del bono sería:

$$\begin{aligned}\text{PER bono 10 años EE UU} &= 1/\text{tipo de interés} \\ \text{PER bono 10 años EE UU} &= 1/0,0414 = 24,1x\end{aligned}$$

Vemos cómo en enero de 2005, el PER del bono (24,1x) era bastante más alto que el PER de la Bolsa (16,5x). ¿Es esto normal? luego veremos que no. En cualquier caso, vamos a hacer el mismo gráfico histórico que hicimos para la Bolsa con los bonos, veremos que están cerca de su nivel máximo para los últimos once años y, además, por

PER (inversa del tipo de interés) del bono EE UU a 10 años.



Fuente: Bloomberg.

encima de la media más una desviación típica, es decir, desorbitadamente caros.

Solo con lo que hemos visto queda bastante claro que en enero de 2005 la Bolsa estaba más barata que los bonos y que, además, desde una perspectiva histórica, la valoración de los bonos era peligrosamente elevada.

EL *EARNINGS YIELD GAP* (EYG)

Ya podemos calcular el *Earnings Yield Gap* (EYG). Se trata de un ratio que pone en relación el PER de la Bolsa, con el PER del bono. Veremos si este ratio está por encima o por debajo de su media histórica, y si se desvía o no de forma significativa de esta media. Para enero de 2005 tenemos que:

$$\text{EYG} = \text{PER S\&P 500} / \text{PER bono EE UU 10 años}$$

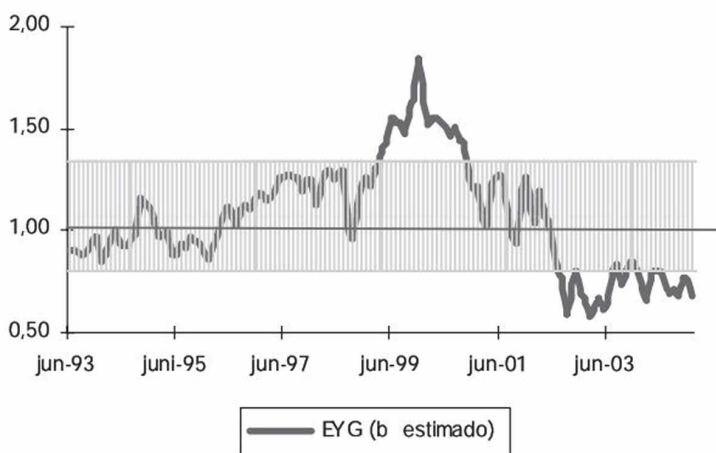
$$\text{EYG mercado americano} = 16,5 / 24,1 = 0,68x$$

Un EYG de 0,68x es francamente bajo si lo comparamos con la media histórica, que es de 1,07x. Una media histórica del EYG de 1,07 quiere decir que en general, el PER de la Bolsa es superior al PER del bono, y sin embargo en enero de 2005 el PER del bono era claramente superior al de la Bolsa. Invertir en Bolsa parecía ser mejor idea que invertir en bonos.

Sacamos un gráfico con la evolución del EYG entre 1993 y 2005 y con sus rangos de fluctuación «razonables» (media más/menos una desviación típica, zona sombreada en el gráfico).

Vemos cómo, en los últimos once años, el EYG ha dado solo dos señales claras. Una, a partir de junio de 1999 y hasta noviembre de 2000, señalando que la Bolsa estaba claramente cara y que había que posicionarse en bonos (se habría evitado participar en el *crash* bursátil de los años 2000, 2001 y 2002).

Una segunda señal clara se produce en julio de 2002, en la que la Bolsa aparece claramente infravalorada, por lo que habría que vender bonos y comprar Bolsa. Desde entonces y hasta enero de 2005 la Bolsa se ha

EYG S&P 500 (1993-2005).

Fuente: Self Trade Bank.

resistido a entrar en un rango de valoración «razonable».

Supuestamente sigue infravalorada, pero aún así el índice S&P registraba una ganancia del 29% en el periodo.

Otra valoración significativa para el periodo post atentados islamistas en Occidente es que el gráfico del EYG parece rebotar a la baja siempre que intenta entrar en su rango «razonable». Esto no será así para siempre, porque todo acaba por revertir a la media, pero puede servir como señal para vender Bolsa, en el momento en que el EYG toca al alza el límite inferior de su rango «razonable». Esto ocurrió en noviembre de 2002 (el S&P 500 cayó un 10% en los tres meses siguientes), en agosto de 2003 (-2% en un mes), en febrero de 2004 (-4% en un mes) y en junio de 2004 (-3% en un mes).

Los estrategas fundamentales llevan mucho tiempo vigilando el EYG del mercado para tomar decisiones de inversión. Es aconsejable utilizarlo como una estrategia más, pero no debe dejarse de lado. Es un método sencillo, y sobradamente probado, para saber en qué momento hay que rotar la cartera de Bolsa a bonos y viceversa.

INVERTIR POR ANÁLISIS TÉCNICO

LOS SOPORTES Y RESISTENCIAS:

«EL EPICENTRO DEL ANÁLISIS TÉCNICO»

¿Qué son los soportes y las resistencias? Los soportes y resistencias son los indicadores de análisis técnico más utilizados, pero es un error utilizarlos como si de una ciencia exacta se tratara ya que las variaciones entre oferta y demanda pueden ser movimientos muy rápidos e impredecibles, y la ruptura de los mismos nos puede introducir en una tendencia alcista o bajista.

Un soporte es aquel nivel inferior de precios en el que se aprecia una demanda fuerte, que produce una detención en un movimiento bajista. Es aquel nivel en que se compensa la demanda con la oferta, produciéndose un rebote al alza de los precios.

Resistencia es el nivel superior de precios en que se aprecia una oferta fuerte, y que produce por tanto la detención en el movimiento alcista. También aquí se compensa la oferta con la demanda, produciéndose una respuesta negativa bajando los precios.

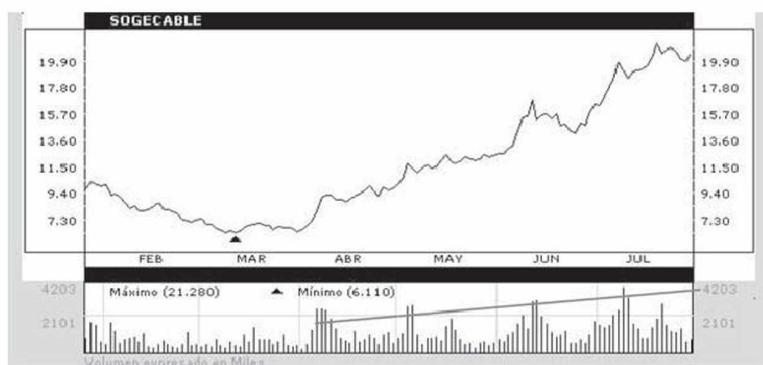
Ejemplo de soporte y resistencia.



En este gráfico vemos dibujadas dos líneas de resistencia para señalar niveles difíciles de superar que son, en este caso, primero 6,90 y después 3,50. Además trazamos un nivel de soporte en 5,60, que como vemos es bastante válido por tener cuatro puntos de apoyo sobre la línea trazada. No debemos olvidar que cuantos más puntos de apoyo tenga la línea trazada, mayor objetividad y validez tendrá el soporte o resistencia al que nos referimos.

Debemos tener en cuenta todas las señales que nos aporta esta estrategia? Para conocer y detectar si la ruptura de un soporte o resistencia tiene validez es muy importante tener en cuenta el volumen de negociación. El volumen es el número de contratos que se operan en un periodo determinado, es decir, que mide la intensidad que hay detrás del movimiento de precios. Este se suele mostrar con barras en la parte inferior del gráfico, por debajo de los movimientos del precio de ese periodo.

Cotización y volumen negociado de Sogecable.



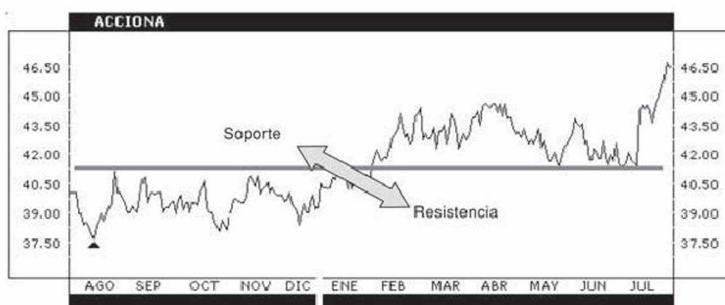
Si el volumen aumenta durante el periodo en el que se produce la ruptura, confiaremos en la representatividad de la misma llegando a la conclusión de que nos encontramos en una tendencia alcista o bajista, en función de en qué dirección se produzca la ruptura.

Efecto del volumen y precio sobre la tendencia.

Volumen	Precio	Tendencia
↑	↑	Alcista clara, con fortaleza
↓	↑	Posible fin de tendencia alcista
↓	↓	Bajista clara, con firmeza
↑	↓	Posible fin de tendencia bajista

Ejemplo de ruptura al alza con volumen.

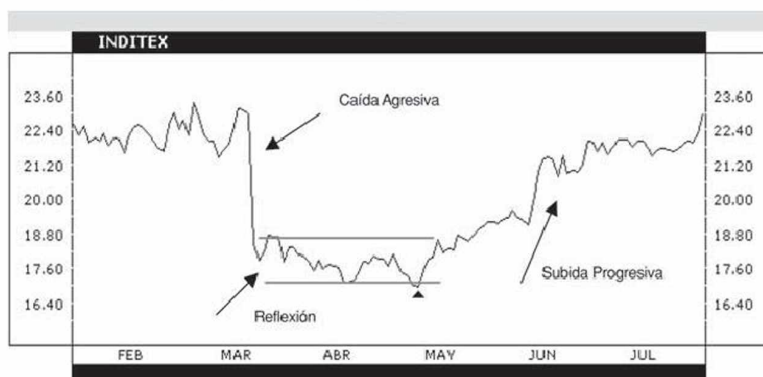

Cuando una resistencia se supera con un volumen aceptable pasa a convertirse automáticamente en un soporte, y al revés pasaría lo mismo. En el gráfico a continuación se explica perfectamente cómo estos dos conceptos cambian sus respectivos puestos en el momento que se produce una ruptura, en este caso al alza.

Ejemplo de una resistencia que se convierte en soporte.


Por consiguiente, para maximizar mi inversión y minimizar el riesgo, la estrategia a seguir consiste en introducir órdenes de venta y de compra en el nivel en el que se encuentran los soportes y resistencias. Es muy importante respetar estos niveles, ya que de esta forma evitaremos sustos innecesarios como los que hemos vivido tras la explosión de la burbuja de Internet.

Normalmente la utilización de soportes y resistencias suele ser muy rentable cuando se produce una tendencia lateral. Este paralelismo suele aparecer después de que la cotización experimente una dura caída o una fuerte revalorización, y se le llama «periodo de reflexión».

Ejemplo de un periodo de reflexión.



¿Qué ocurre después de un periodo de reflexión? Si después de la fuerte caída la cotización se ha situado en un nivel atractivo, es probable que dicho valor recupere posiciones a un ritmo lento pero seguro, al atraer a un mayor número de accionistas interesados en comprar un valor barato con potencial de revalorización. Es como si el tren diese marcha atrás para recoger a aquellos tripulantes que en su momento no llegaron a tiempo, es decir, el valor nos da una segunda oportunidad.

Por el contrario, el momento de reflexión puede tratarse de un descanso de la tendencia descendente, ya que los inversores siguen considerando que dicho valor o mercado está sobrevalorado.

Si el descanso en la tendencia bajista es acusado, el periodo de reflexión pasaría a convertirse en una «etapa de congestión», que normalmente será precedida de una fuerte ruptura al alza en el caso de que los inversores consideren que ya es el momento de tomar posiciones porque la caída ha sido excesiva.

Cómo debemos actuar en momentos de indecisión? El área de congestión se forma cuando no predomina ni la oferta ni la demanda, y este tipo de fenómenos se da cuando está presente un desinterés general o cuando nos encontramos en una situación de equilibrio.

En muchas ocasiones los inversores deciden tomar decisiones de inversión (compra-venta) a largo plazo en el momento en que los mercados se encuentran en un área de congestión. Esta es una reacción precipitada, ya que nos encontramos en una tendencia lateral que tiene las mismas posibilidades de sorprendernos tanto al alza como a la baja. La fuerza del movimiento posterior al área de congestión será más agresiva cuanto mayor haya sido la duración de dicho periodo. Un área de congestión a largo plazo dará como resultado una ruptura mas acusada que si se tratara de un área de congestión a corto plazo.

Para evitar el acumulamiento de minusvalías mayores en una tendencia bajista es preferible mantener la calma y tomar posiciones una vez que

Ejemplo de área de congestión.



se produzca un cambio de tendencia con validez (alto volumen), a pesar de que perdamos parte de la subida.

Para qui n es aconsejable esta estrategia? Esta estrategia es aconsejable y muy útil para aquellos inversores que invierten en el corto plazo, ya que en definitiva te ofrece señales de compra y venta en cualquier tendencia o escenario (bajista, alcista o lateral). A su vez destacamos que es una estrategia que no exige muchos conocimientos financieros ni estadísticos, por lo tanto es apta para inversores muy expertos y también para ahorradores novatos que quieren destinar parte de sus inversiones a la renta variable.

¿CUÁNDO COMPRO O VENDO UTILIZANDO EL RSI?

Esta herramienta nos muestra señales de compra o venta en función de los desajustes que se producen entre oferta y demanda. El RSI nos indica el potencial comprador o vendedor de un título, es decir, nos dice si está sobrevendido o sobrecomprado.

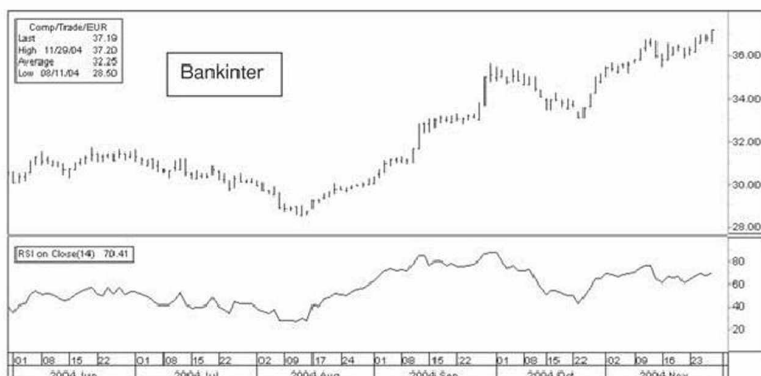
Se al Neutral: se produce cuando la línea RSI se sitúa entre 30 y 70. En definitiva el mercado considera que la cotización de dicha compañía se encuentra en precio, es decir, no está ni cara ni barata. Por lo tanto en este escenario es preferible mantener la posición (si ya somos inversores) o permanecer al margen (si no somos inversores), a la espera de nuevas noticias fundamentales que vuelvan a producir un desajuste entre oferta y demanda, esclareciendo las señales de compra o venta.

Ejemplo de RSI neutral.



Se al Compra: habrá señal de compra cuando el valor del RSI se sitúe entre 70 y 100 siempre y cuando el siguiente máximo supere al anterior, ya que si no es así se produciría una señal bajista.

Ejemplo de señal de compra por RSI.



Se al Venta: habrá señal de venta cuando el RSI caiga entre la banda de 30 y 0 puntos, pero cuando un mínimo sea menor que el anterior podría darse una señal alcista.

Hasta aquí la estrategia del RSI es muy sencilla, pero se puede complicar con el objetivo de conocer o detectar un cambio de tendencia. Cuando en la gráfica del RSI se dibuja un «pico» hacia arriba o hacia abajo, puede indicar el final de una tendencia bajista o alcista, y consecuentemente que las cotizaciones han hecho un mínimo o un máximo.

Estos cambios de sentido tienen el inconveniente de que muchas veces no tienen continuidad y vuelven a cambiar rápidamente de dirección. En estos casos, para valorar su proyección futura, se aplican con éxito las técnicas de análisis gráfico o *chartismo*. Es decir se dibujan soportes, canales, etc., y se analizan como si se tratara de un *chart*. De esta forma, si el RSI rompe un soporte o un canal se dice que da una señal de venta, por el contrario si rompe una resistencia y empieza a subir se entiende que ha dado una señal de compra.

Ejemplo de chartismo utilizando el gráfico RSI.



¿Qué es el Macd? Es un indicador creado por Gerard Appel que se basa en dos medias exponenciales que se mueven alrededor de una línea de 0, y generan señales de compra y de venta. La base de formación de este indicador son dos líneas que responden a los nombres de MACD y SIGNAL. La evolución y situación de ambas líneas respecto a la línea cero es lo que se utiliza como ayuda a las líneas gráficas del *chart*.

MACD: es la resta de dos medias exponenciales, normalmente una de periodo 12 y la otra de periodo 26.

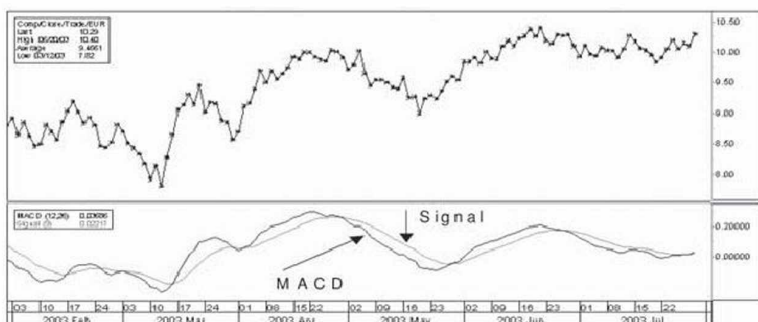
SIGNAL: es la media exponencial de la línea MACD de periodo 9.

¿CUÁNDO COMPRO O VENDO UTILIZANDO EL MACD?

Esta herramienta nos muestra señales de compra o venta, pero estas se producen «a toro pasado», es decir, a diferencia del RSI, las señales que nos proporciona el MACD no son anticipatorias, y esto tiene un componente positivo y otro negativo.

Componente positivo: al no incitarnos a tomar posiciones de forma anticipadora los errores que cometemos debido a la aparición de señales falsas son menores.

Ejemplo de gráfico MACD-Signal.

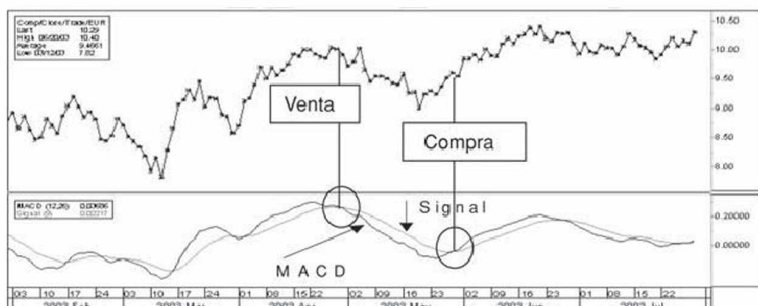


Componente negativo: el hecho de ir retrasado respecto a la evolución de la cotización, disminuye nuestra capacidad para adentrarnos o deshacer posiciones justo en el inicio de un cambio de tendencia, reduciendo la plusvalía (caso de tendencia alcista) y aumentando la minusvalía (caso de tendencia bajista).

Cuando compro? Se produce una señal de compra cuando la línea SIGNAL corta a la línea MACD de arriba abajo.

Cuando vendo? Se produce una señal de venta cuando la línea SIGNAL cruce de abajo a arriba a la línea MACD.

Señales de compra y venta por MACD-Signal.



Durante su existencia la herramienta MACD ha sido complementada con otros estudios, entre los que destacamos los de Thomas A. Spray, quien construyó dos indicadores de utilización conjunta que proporcionan ventajas de mayor facilidad de interpretación de las señales y cuyo comportamiento es superior.

El MACD-Hi es un histograma o gráfico de barras (como las que representan los volúmenes) que traza una media exponencial de una diferencia de medias exponenciales, de parámetros variables.

El MACD-Mo es un momento, o diferencia de dos datos en n días, del valor del indicador MACD-Hi.

Cómo se calcula? Para su cálculo es necesario introducir cuatro parámetros: tres para el MACD-Hi, cada uno referido a la periodicidad en días (semanas) de cada una de las tres medias móviles exponenciales con los que se construye, y un valor indicando el número de días con los que se quiere calcular el momento para el MACD-Mo. El mayor o menor valor de los parámetros es lo que permitirá crear un indicador más o menos sensible.

Los parámetros por defecto que se suelen utilizar son 10, 20 y 10 para las tres medias exponenciales del MACD-Hi, y 5 ó 3 como periodo de cálculo del MACD-Mo. Como siempre, no existe ninguna regla para fijar cuál es mejor valor para cada uno de estos parámetros: solo la práctica y experiencia acaban determinando cuáles son los mejores.

¿CUANDO COMPRAR?

El indicador proporciona señales que son consecuencia de los dos gráficos que lo componen. La línea que proporciona el MACD-Mo es la señal de alerta o de riesgo si se elige para tomar la decisión. Esta señal se produce cuando corta la línea del 0. En sentido ascendente pronosticará una compra y en sentido descendente una venta.

La señal de confirmación se produce cuando el MACD-Hi cruza la línea de 0 y el MACD-Mo se encuentra en la misma dirección. Un anticipo del cambio se produce cuando los valores del MACD-Hi empiezan a decrecer para acercarse a la línea de 0, y ya se ha alcanzado su punto máximo.

Gráficos MACD-Hi y MACD-Mo.



OTRAS HERRAMIENTAS A TENER EN CUENTA

Bandas de Bollinger:

¿Qué son las bandas de Bollinger? Las bandas de Bollinger se dibujan alrededor de la estructura de precios para formar un canal, que nos interesará para analizar el comportamiento del precio en función de la evolución de los bordes. Las bandas de Bollinger son uno de los instrumentos más poderosos del análisis técnico, pero por sí solas no dan señales absolutas de compra o venta. Sin embargo, lo que hacen es aclarar la cuestión de si los precios son muy altos o bajos en términos relativos.

¿Cómo se interpretan las bandas de Bollinger? Las bandas de Bollinger son dos desviaciones estándares de la media móvil simple. Al ser la desviación estándar una medida de la volatilidad, las bandas de Bollinger se ajustan a las condiciones de mercado, ensanchándose en los periodos de alta volatilidad y contrayéndose en los más estables.

Movimientos acentuados suceden después de que las bandas se acercan hacia la línea de las medias y la volatilidad disminuye. Los precios tienden a oscilar pronunciadamente al salir de una zona de estrechas

bandas. Los movimientos por el límite y el exterior de las bandas, en especial los cierres, generalmente son indicadores de que la tendencia continúa. Los techos y suelos en el exterior de las bandas seguidos de techos y suelos en el interior de las bandas son señales de cambio de tendencia. El movimiento originado en una banda tiende a dirigirse hacia la otra banda, esto puede sernos de utilidad en el pronóstico y la predicción de los precios.

Bandas de Bollinger.



Sobre si las bandas pueden ser tomadas como límites e indicadores para determinar si un valor esta sobrecomprado (la superior) o sobrevendido (la inferior), el propio Bollinger afirma que estas señales deben ir acompañadas por las de los indicadores específicos relacionados con los niveles de sobrecompra y sobreventa para su justa interpretación. Indicadores complementarios útiles para afinar en el pronóstico son el MACD y el RSI principalmente.

Momentum.

En qu consiste el indicador Momentum? Es el más común y simple de todos. Mide la aceleración del movimiento de un precio en comparación con el precio actual, es decir, mide la diferencia de dos precios en dos intervalos de tiempo. Dada la curva de *Momentum* el

análisis de las tendencias indica los momentos ideales para la compra y venta.

Cómo se interpreta? Las señales que obtendremos serán las transformaciones de negativo a positivo (señal de compra), y de positivo a negativo (señal de venta). Su resultado se obtiene dividiendo el último precio actual por el último precio de un periodo anterior, y multiplicando dicho resultado por 100.

$$\text{Momentum} = \frac{\text{Close(actual)}}{\text{Close(actual - ticks)}} \times 100$$

Por consiguiente, cuando el Momentum cruza la línea central en sentido ascendente sería señal de compra y si el Momentum cruza dicha línea en sentido descendente sería señal de venta.

Señales de compra-venta por Momentum.



INVERTIR POR FIGURAS: «IDENTIFICANDO CONSTELACIONES»

De qué trata el tema de las figuras? Las formaciones de figuras no se deben pasar por alto, ya que nos pueden estar indicando un cambio de tendencia. El principal inconveniente que tienen estos modelos es la dificultad que tiene identificar una señal de este tipo. Hay varias formaciones, pero la más importante es **hombro-cabeza-hombro**, tanto por la fiabilidad de la señal que proporciona como por el significado de la misma, que es un cambio de tendencia a largo plazo mostrando el final de un ciclo que puede ser alcista o bajista.

Hay dos tipos de formaciones hombro-cabeza-hombro, la normal y la invertida.

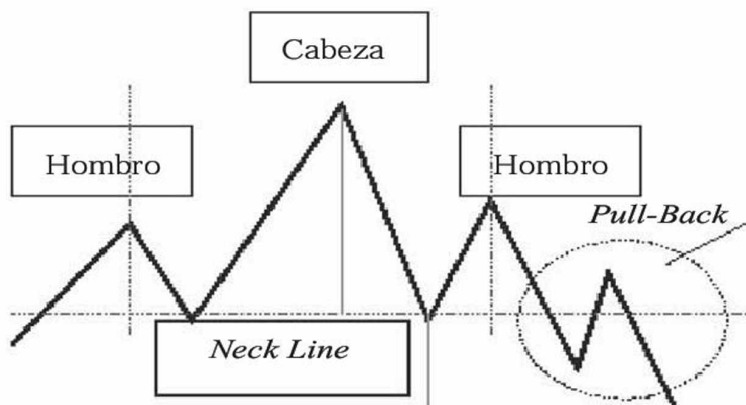
HOMBRO-CABEZA-HOMBRO NORMAL:

En qué consiste? Consiste en una figura compuesta por tres máximos en una tendencia alcista, que se caracteriza por tener un pico central (cabeza) más elevado que los dos restantes, que tienen la misma altura y forman los hombros. La línea que une los dos mínimos significativos entre los picos de los extremos (hombro derecho e izquierdo) se denomina «cuello» o «*neck-line*». Esta línea tendrá la misión de indicar el final de la formación y señalar el cambio de tendencia de alcista a bajista.

En esta formación se suele dar un caso extraño que nos puede inducir a cometer un error en el caso de que tomemos posiciones pensando que no se ha cumplido la formación hombro-cabeza-hombro. Este fenómeno denominado «*Pull Back*» o Movimiento de Retorno, consiste en un salto atrás hasta la base inferior de la base del cuello, cuyo tamaño dependerá del volumen del mismo. En el caso de que el

volumen sea mínimo, el repunte será muy tímido, pero si la reacción va apoyada por un volumen considerable, el repunte técnico podría incluso situarse por encima del cuello, tal y como muestra el gráfico a continuación.

Hombro-cabeza-hombro con *Pull-Back* .

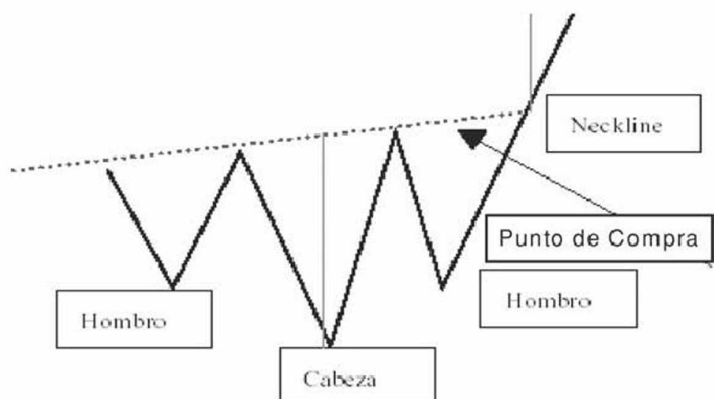


HOMBRO-CABEZA-HOMBRO INVERTIDO:

En qu consiste? Consiste en una formación igual que la anterior pero invertida, es decir, está formada por tres mínimos de los cuales el segundo es el más pronunciado mientras que el primero y tercero se encuentran en un nivel de caída inferior pero muy similar entre ellos. En este caso al cuello se le denomina «línea de disparo», que se une por la parte superior de los hombros y nos indica el punto de ruptura a partir del cual dejaremos la tendencia bajista para adentrarnos en la tendencia alcista.

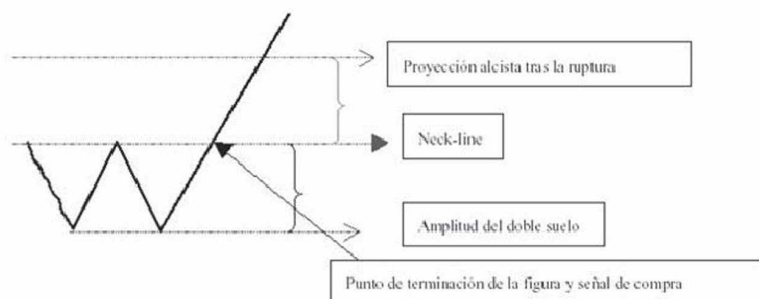
OTRAS FIGURAS A TENER EN CUENTA

Por otro lado también existen otras formaciones que suponen un cambio de tendencia, como es el caso de las figuras de dobles y triples techos/suelos. Estas son más difíciles de identificar que las anteriores, y su fiabilidad es algo menor en cuanto a cumplimiento de objetivos.

Hombro-cabeza-hombro invertido.**EL DOBLE SUELO**

Cómo interpretamos un doble suelo? Esta figura está formada por dos mínimos significativos al mismo o aproximado nivel, en forma de «W», separados entre sí por un número de barras indeterminado (normalmente no superior a 15). Al igual que en la figura del apartado anterior, existe una línea de resistencia, *neck-line*, que nos proporcionará el momento de terminación de la formación e inicio de la proyección alcista a considerar.

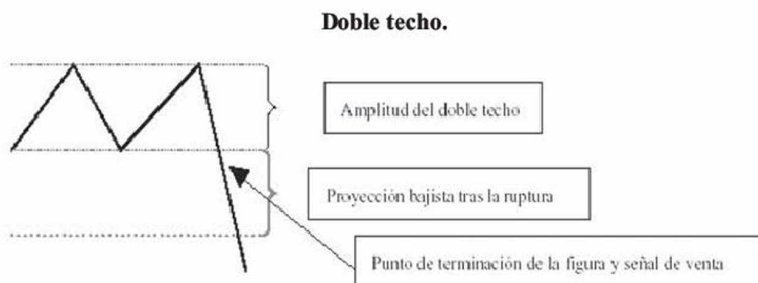
Qué nos quiere decir? Señala un cambio de tendencia de bajista a alcista. Esta línea es una recta horizontal que se traza partiendo del precio máximo de la parte central.

Doble suelo.

EL DOBLE TECHO

¿Cómo interpretamos un doble techo? Esta figura está formada por dos máximos al mismo o aproximado nivel, en forma de «M». Al igual que en la figura del apartado anterior, existe una línea de soporte, *neck-line*, que se traza desde el precio mínimo de la parte central, y que nos proporcionará el momento de terminación de la formación e inicio de la proyección bajista a considerar.

Qu nos indica? Señala un cambio de tendencia de alcista a bajista.



¿QUÉ DEBEMOS TENER EN CUENTA?

En ambos casos, durante la elaboración de la segunda parte de la formación (segundo suelo o segundo techo), el volumen debe disminuir, y en el momento de la superación del *neck line*, se produce un fuerte aumento de volumen que confirma la ruptura del soporte o de la resistencia.

También puede producirse un *pull-back*, o lo que es lo mismo, un retorno a la formación, cortando por segunda vez la línea de disparo. En este caso, esperaremos una nueva ruptura de forma rápida.

Destacamos que en estas formaciones no es tan típico realizar el *pull-back* como en un hombro-cabeza-hombro.

La proyección que debe alcanzarse tras la ruptura de la línea de disparo o *neckline* será el desarrollo de la amplitud de la formación en sentido contrario. En caso de un doble suelo, debemos desarrollar al alza la

distancia entre los dos mínimos y la *neckline* desde el punto de corte. En caso de un doble techo, la forma de conocer cuál y cómo va a ser la reacción consiste en desarrollar a la baja la distancia entre los dos máximos y la *neck line* desde el punto de corte. Cuanto mayor sea el tiempo de formación de esta figura, en la misma proporción se desarrollará la proyección posterior, tanto a la baja como al alza.

Ejemplo de doble techo y proyección a la baja.



TRIPLE SUELO / TRIPLE TECHO

En qué consiste? En una situación casi idéntica al doble suelo, pero esta vez se trata de un triple suelo/techo.

En el caso del triple suelo supone que en vez de haber dos mínimos significativos habrá tres, dando mayor solidez tanto a la formación como a la proyección.

Ejemplo de triple suelo y proyección al alza.



Igualmente sucede con el triple techo, en que habrá tres máximos significativos en vez de los dos del doble techo, dando también mayor solidez tanto a la formación como a la proyección, en este caso a la baja.

Ejemplo de triple techo y proyección a la baja.



El comportamiento en ambos casos (suelo y techo) es el mismo en cuanto a disminución de volumen (en la tercera parte de la formación en vez de en la segunda) y momento de ruptura y proyección.

En definitiva, el triple suelo/techo, en realidad, será un hombro-cabeza-hombro en el que los dos hombros llegan a la misma altura de la cabeza, por dos posibles motivos:

Muy fuerte soporte o resistencia que impide la formación de una cabeza clara.

Alta volatilidad.

INVERTIR POR ONDAS DE ELLIOT: «INVERTIR CON LOS INTOCABLES DE... NESS»

¿QUIÉN ERA ELLIOT?

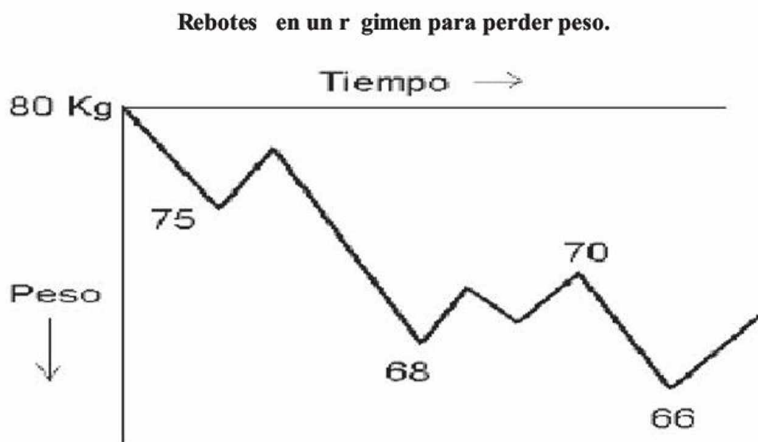
Elliot nació el 28 de julio de 1871 en Marysville, Kansas. Durante 25 años mantuvo cargos ejecutivos en compañías de ferrocarril en México y Centroamérica. Después de reflotar una gran cantidad de compañías con problemas financieros, Elliot empezó a hacerse con una buena reputación, llegando a ser seleccionado en 1924 por el departamento de estado de EE UU para desempeñar el cargo de jefe financiero para Nicaragua. Más tarde se trasladó a Guatemala, donde contrajo una enfermedad que le obligó a retirarse de forma voluntaria a los 58 años.

Durante los años restantes de su vida, Elliot empezó a estudiar las fluctuaciones que experimentaba el *Dow Jones* agrupando sus ideas en su trabajo definitivo, *La Ley de la Naturaleza. - El Secreto del Universo*, en el que se incluyen todos los razonamientos que tuvo al concebir la famosa Teoría de las Ondas. En 1948 Elliot falleció habiendo puesto su firma en la historia.

Elliot creía que la teoría del mercado de valores era parte de una ley natural mucho más grande que gobierna todas las actividades del hombre. Dicha ley podría describirse así: «las actividades del universo son repetitivas, aunque no idénticas en cada situación, sino con características particulares».

De hecho vemos cómo la Teoría de Elliot se puede aplicar a otros campos de la vida cotidiana, ya que en definitiva consiste en una representación gráfica de pautas psicológicas en las que intervienen decisiones humanas. Por ejemplo: si una persona quiere perder peso tenderá a hacer esfuerzos cuyo resultado, si la dieta tiene éxito,

provocará en el gráfico de peso ondas descendentes. Esta persona una vez que ha conseguido ver resultados positivos, aunque no completos, se relajará y su peso aumentará ligeramente dibujando unas ondas 2 y 4 contratendencia. Los médicos lo llaman efecto «rebote». En la figura siguiente podemos ver un ejemplo de pérdida de peso de forma gradual.



Elliot concluye que la negociación de valores es una actividad humana y, por ende, dentro de la naturaleza debe necesariamente seguir las mismas pautas de comportamiento que la superestructura universal. Si esto se cumple, teniendo en cuenta la psicología de las masas (elemento también incorporado por Elliot a su Teoría de las Ondas) y las particularidades de cada situación, se estaría en condiciones de predecir eficazmente el comportamiento futuro de los precios.

A lo largo de los años esta teoría ha sido estudiada y complementada por otras personalidades como es el caso de Robert Pretcher, quien introdujo nuevos elementos como el análisis temporal e indicó de forma inequívoca el final de pautas de impulso y correctivas, entre otras aportaciones.

¿CUÁLES SON LAS REGLAS FUNDAMENTALES DE LA TEORÍA DE ELLIOT?

En el momento que Elliot diseñó su teoría estableció una serie de parámetros necesarios para su cumplimiento.

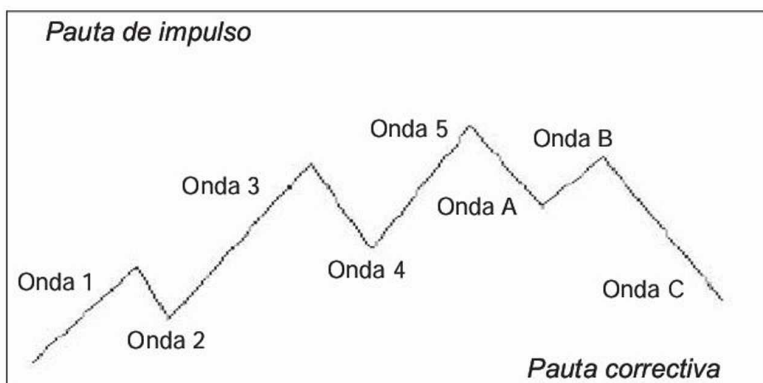
La segunda onda nunca retrocede más allá del comienzo de la primera.

La tercera onda nunca es la más corta y suele ser la más larga de todas.

El suelo de la cuarta onda no debe tocar nunca el techo de la onda impulsiva número uno.

En definitiva las ondas de Elliot se componen de cinco movimientos (ondas), a los que sigue una corrección en tres ondas A, B y C. Las ondas 1, 3 y 5 son denominadas de *Impulso* (ondas en dirección de la tendencia principal) y las ondas 2 y 4 se llaman ondas *Correctivas* (movimientos en dirección contraria a la tendencia principal).

Las ondas de Elliot.



¿Qué implica la teoría de Elliot? El principio de Elliot implica que siempre el descenso del precio durante un mercado bajista será recuperado, y que el último pico alcanzado durante el mercado alcista

será sobrepasado. Esto hace suponer que el mercado asciende de forma ilimitada y siempre con la misma estructura, aunque durante ese ascenso se produzcan correcciones.

Una regla que no puede dejarse de lado al emplear la Teoría de la Onda es la **Regla de la alternancia** que enuncia lo siguiente: « el mercado, generalmente, no actúa del mismo modo dos veces seguidas». Si en la última ocasión se produjo un determinado tipo de techo o suelo, lo más probable es que no se vuelva a producir esta vez. No nos dice exactamente qué pasará, pero sí nos dice lo que no pasará.

Hay tres aspectos importantes en la Teoría de las Ondas de Elliot: figura, análisis de razones y relaciones de tiempo, en ese orden de importancia.

Figura: se refiere a las formaciones de onda que abarcan el elemento más importante de la Teoría.

Análisis de razones: de gran utilidad a la hora de determinar los puntos de retroceso y los objetivos de precio, midiendo la relación existente entre las diferentes ondas.

Relaciones de tiempo: son muy útiles para confirmar las figuras de onda y los ratios, pero algunos la consideran menos fidedigna en la predicción del mercado.

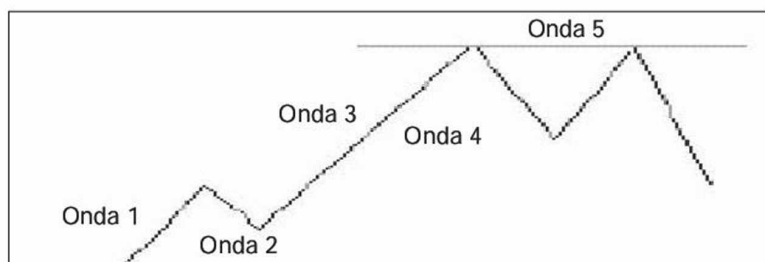
¿SE PUEDE ADIVINAR EL FUTURO CON LAS ONDAS DE ELLIOT?

A través de este método no se puede adivinar el futuro y tampoco es su principal objetivo. Aunque hay varios expertos que aciertan con la forma del siguiente movimiento del mercado, a priori se desconoce el alcance de los impulsos, por lo que suelen fijarse objetivos de precios. La utilización conjunta de indicadores técnicos incrementa considerablemente la tasa de acierto. El análisis de Elliot anticipará puntos de giro del mercado con bastante exactitud, y en algunas ocasiones también el momento en el que se producirán estos giros. No obstante siempre será una cuestión de probabilidades y no habrá ninguna garantía sobre el resultado.

¿CUÁL ES LA RELACIÓN QUE TIENEN LAS ONDAS DE ELLIOTT CON EL ANÁLISIS TÉCNICO?

Las Ondas de Elliott no sustituyen al análisis técnico, todo lo contrario, se pueden considerar como herramientas complementarias ya que las pautas están identificadas en su totalidad. Los triángulos suelen ser ondas cuartas. Las banderas y los gallardetes son figuras de continuación que normalmente se identifican con ondas pares (2,4 ó B). Por ejemplo, la figura doble techo se puede considerar como un fallo de quinta onda al igual que la figura hombro-cabeza-hombro.

Ondas de Elliott aplicadas a un doble techo.



En definitiva, la aplicación conjunta de Ondas de Elliott y los indicadores técnicos (medias móviles y osciladores, entre otros), proporciona un poder de decisión y criterio muy superior al que facilitan dichas herramientas cuando son utilizadas de forma independiente.

¿ESTÁN PROBADOS LOS RESULTADOS DE LAS ONDAS DE ELLIOTT?

Las Ondas de Elliott nacen por la observación de un fenómeno, por lo tanto es un método empírico, y por definición no es posible demostrar un método empírico. A esto hay que añadir la subjetividad que supone un recuento de ondas. A pesar de ello, destacamos que Robert Pretcher

fue el vencedor del campeonato de *trading* en EE UU basando sus decisiones de inversión en la teoría de las Ondas de Elliot. Robert se hizo con el primer puesto tras haber alcanzado una revalorización del 444%.

Conclusi n: el método de las Ondas de Elliot se basa en la observación de las fluctuaciones de los precios o cotizaciones originadas por la psicología del colectivo inversor, por lo que se puede aplicar a otros campos en los que intervienen las decisiones humanas. Las Ondas de Elliot no es un método sustitutivo del análisis técnico ni este último del fundamental, por lo tanto habría que utilizar todas las herramientas que tenemos a mano con el objetivo de alcanzar la mayor rentabilidad posible.

OTRAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

INVERTIR EN ETFs: «¿PARA QUÉ DEMONIOS LE PAGO A UN GESTOR?»

En otros capítulos de este libro hemos visto cómo el índice de valores más desarrollado del mundo, el S&P 500 de EE UU es a su vez uno de los que mayor rentabilidad anual proporciona en periodos largos de tiempo (en torno a un 9,5% cada año), con un riesgo o volatilidad bastante más baja que la de otros índices que, a la larga, no nos proporcionan más ganancias.

Si sabemos esto, ¿para qué vamos a embarcarnos en estrategias exóticas que consumen recursos, tiempo y dinero (esto último en forma de comisión de gestión), si tenemos la oportunidad de invertir en productos que se limitan a replicar un índice? Este sensato argumento es el principal pilar en el que se apoya la inversión pasiva a través de ETFs (Exchange Traded Funds) también llamados *trackers*.

¿QUÉ ES UN ETF?

Los ETFs son productos financieros formados por una cesta de acciones que replican un índice. El índice puede ser americano, europeo o incluso emergente, aunque se negocia siempre en el mercado americano. En esencia, son como fondos de inversión con una gestión totalmente pasiva, puesto que replican de forma idéntica los componentes de un índice con sus ponderaciones. Cuando una empresa abandona el índice por la razón que sea (pérdida de capitalización bursátil, fusión con otra compañía, suspensión de pagos), abandona también de forma inmediata el ETF, y es sustituida por la compañía que entra en el índice. Su principal ventaja es que se autogestionan, por lo que no tienen comisiones de gestión, al contrario que los fondos de

inversión que por mucho que tengan una gestión pasiva siempre cobran una comisión.

Los ETFs cotizan en bolsa, y se pueden comprar y vender con la misma facilidad y rapidez que cualquier acción o valor individual. Por ejemplo, podemos realizar operaciones intradía sobre un índice (algo que resulta complejo con los fondos de inversión por los dilatados periodos de reembolso tras vender un fondo). El coste de comprar y vender ETFs será el mismo coste que el de comprar y vender acciones, es decir, la comisión de intermediación que nos cobre nuestro *broker*.

¿QUÉ TRATAMIENTO FISCAL TIENE UN ETF?

La fiscalidad de los ETFs es la misma que la de las acciones. Aquí radica su principal desventaja con relación a un fondo de inversión. No puede traspasarse la inversión de un ETF a otro sin tributar por la plusvalía (algo que sí puede hacerse con un fondo de inversión). En España, si mantenemos el ETF un año y un día, las plusvalías tributarán al 15%, igual que con cualquier acción. Algunos ETFs reparten dividendos, que tributarían exactamente igual que los dividendos de cualquier otro valor norteamericano.

¿CUÁLES SON LOS ETFs MÁS NEGOCIADOS?

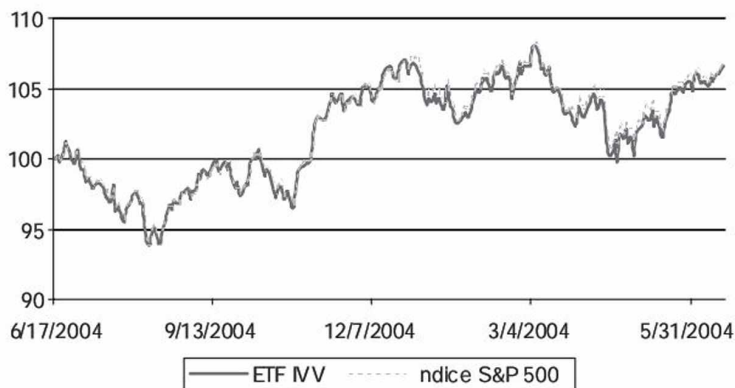
Para que un ETF replique verdaderamente la evolución del índice es absolutamente necesario que tenga mucho volumen. Por eso, a pesar de que existen ETFs sobre numerosos índices, tanto nacionales como sectoriales, si elegimos esta estrategia de inversión nos centraríamos en los más populares, cuyo volumen de negociación supera con creces el de los principales *blue chips* del mercado americano.

ETF sobre el Nasdaq 100 - QQQQ: este es el ETF más popular. Replica el Nasdaq 100 (100 compañías de mayor tamaño del índice tecnológico Nasdaq en EE UU). Hasta hace poco solo se podía negociar en el mercado Amex, pero ahora también se negocia en el propio mercado Nasdaq, con la ventaja de que generalmente este último mercado tiene costes de intermediación más bajos. En el gráfico se observa cómo su evolución es idéntica a la del índice.

ETF QQQQ vs Nasdaq 100 en base 100 (-1 año).

Fuente: Bloomberg.

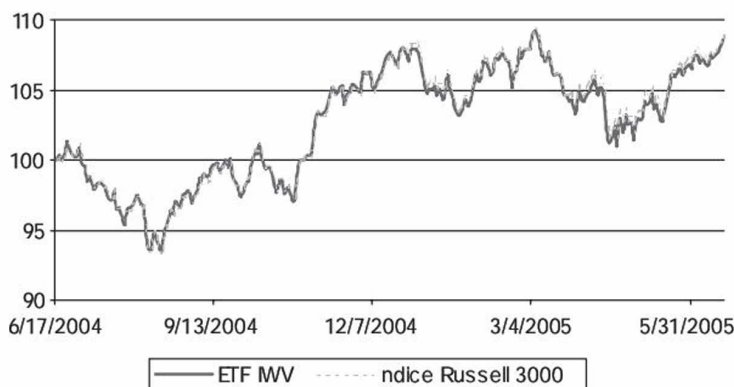
ETF sobre el S&P 500 - IVV: replica el índice S&P 500, que aglutina las 500 compañías cotizadas más importantes de EE UU. Su volumen es tan importante o incluso superior al del QQQQ. Su nombre es iShares S&P 500 y al igual que todos los ETFs está registrado en la SEC, organismo regulador de los mercados de valores de EE UU. Cotiza en NYSE y en Amex.

ETF IVV vs S&P 500 en base 100 (-1 año).

Fuente: Bloomberg.

ETF sobre el índice Russell - IWV: replica el índice Russell 3000, mucho más amplio que el S&P 500 y por tanto con mayor peso de empresas de baja capitalización bursátil. Este ETF cotiza en Amex, por lo que sus costes de intermediación son más altos. También tiene mucho volumen y replica a la perfección el índice.

ETF IWV vs Russell 3000 en base 100 (-1 año).



Fuente: Bloomberg.

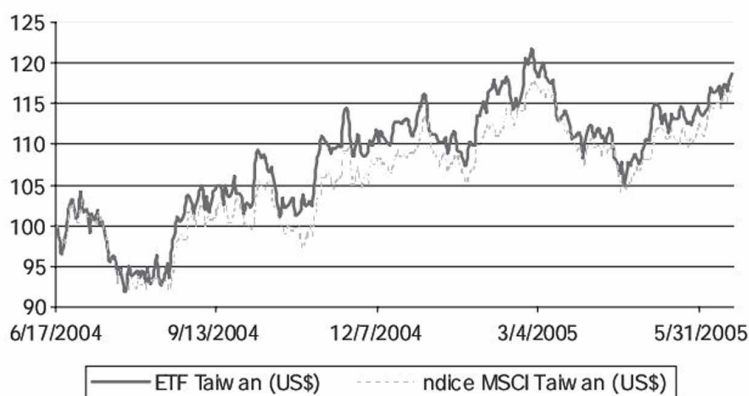
¿QUÉ ETFs DEBERÍA EVITAR?

Principalmente, aquellos cuya evolución no replique claramente la del índice que están copiando. Esto suele ocurrir porque son ETFs con poco volumen de negociación, que a pesar de que intentan replicar el índice en cuestión, al tener poco volumen de negociación se ven muy penalizados por las comisiones de intermediación.

Algunos ETFs sobre mercados emergentes, que podrían resultar muy interesantes para determinados inversores, en ocasiones no cumplen con nuestras expectativas. Siempre aconsejamos echar un vistazo a la evolución pasada de estos ETFs sectoriales con relación a sus índices antes de decidir comprarlos. Por ejemplo, este ETF sobre el mercado de Taiwan ha tenido un comportamiento bastante dispar comparándolo

con el índice al que replica. En el pasado año la diferencia juega a favor del ETF, pero podría ocurrir lo contrario. Los ETFs deberían comportarse de forma idéntica a sus índices de referencia.

EWT (ETF sobre el mercado de Taiwan) vs índice MSCI Taiwan en US\$ en base 100 (-1 año).



Fuente: Bloomberg.

GESTIÓN ACTIVA. ¿QUÉ ES EL RATIO ALFA?

A pesar de las ventajas de los ETFs muchos inversores, bien por razones fiscales, bien por convencimiento, creen que la gestión activa en los fondos de inversión puede animar las ganancias de sus carteras (proporcionar mucho valor a la rentabilidad de sus carteras). Esto es cierto en muchos casos, por eso es tan importante elegir bien una cartera de fondos como hacerlo con una de acciones.

La gestión activa buscará desligar la evolución del fondo de su índice (mercado) de referencia, evidentemente mejorándola. En estos fondos, el gestor o equipo de gestores es extraordinariamente importante, y por hacer bien su trabajo cobran un comisión de gestión, que es precisamente lo que nos ahorraríamos de invertir en ETFs.

Podemos medir si el gestor del fondo lo está haciendo bien o mal al desligarse de su índice de referencia a través del ratio alfa.

Ratio alfa = Rentabilidad del fondo – Rentabilidad del mercado * Beta
del fondo vs el mercado

Ejemplo en que el gestor aporta valor añadido (Alfa>0): tengo un fondo de inversión en Bolsa española, cuya filosofía es la selección de valores con independencia de su peso en el índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM), buscando oportunidades de inversión por bajas valoraciones debido a ineficiencias del mercado y tratando de minimizar el riesgo del mercado.

Los datos disponibles del fondo y del mercado para los últimos tres años son:

Rentabilidad acumulada del fondo: 26%

Rentabilidad acumulada del mercado: 28%

Beta (correlación) del fondo respecto al mercado: 0,9

$$\text{Ratio alfa} = 26\% - 28\% * 0,9 = 26\% - 25,2\% = 0,8$$

En este ejemplo, el gestor del fondo trata de tener una correlación con el mercado (beta) menor a uno (0,9 en el ejemplo), lo cual significa que si el mercado sube, lo lógico es que el fondo suba menos, pero si el mercado baja, lo lógico es que el fondo también baje menos, es decir, el gestor minimiza el riesgo.

Teniendo en cuenta esta beta respecto al mercado, el gestor trata de tomar decisiones de inversión, mediante una gestión activa, que maximicen la rentabilidad del fondo. En este caso, el ratio alfa nos dice que durante los últimos tres años lo ha conseguido, puesto que la rentabilidad del fondo es superior a la rentabilidad del mercado multiplicada por la beta. Podríamos decir que el gestor del fondo «se ha ganado el sueldo» y por tanto, la comisión de gestión que cobra es merecida.

Ejemplo en que el gestor no aporta valor añadido (Alfa < 0): tengo un fondo de inversión de idénticas características al anterior, con un perfil también defensivo, como demuestra su beta inferior a la unidad.

Los datos disponibles del fondo y del mercado para los últimos tres años son:

Rentabilidad acumulada del fondo: 24%

Rentabilidad acumulada del mercado: 28%

Beta (correlación) del fondo respecto al mercado: 0,9

$$\text{Ratio alfa} = 24\% - 28\% * 0,9 = 24\% - 25,2\% = -1,2$$

Este fondo tiene un ratio alfa negativo. El gestor no ha aportado suficiente valor. Con una beta de 0,9 podría haber seleccionado mejor los valores que formaban parte del fondo. Al inversor le hubiera ido mejor comprando directamente valores con betas bajas y se hubiera ahorrado la comisión de gestión del fondo.

ESTRATEGIA EMERGENTE: «DESDE RUSIA CON AMOR»

Las oportunidades que ofrece una país emergente, como China, parecen ilimitadas, pero es precisamente un proverbio chino el que afirma que «no es oro todo lo que brilla».

En primer lugar veremos qué es exactamente una economía emergente. Un mercado emergente es un mercado pobre pero que tiene vocación de dejar de serlo en un periodo de tiempo razonable.

Por último veremos si merece la pena invertir en emergentes, y de ser así, qué nivel de riesgo emergente deberíamos asumir en una cartera de inversión.

¿QUÉ ES UNA ECONOMÍA EMERGENTE?

Renta *per capita* media-baja: no hay una definición concreta de referencia para un mercado emergente. Tomemos la del Banco Mundial, que define una economía emergente como aquella en la que sus habitantes tienen una renta *per capita* medio-baja. Según esta definición, el 80% de la población mundial habita en economías emergentes. De hecho España, hasta el año 1998, pertenecía al índice de economías emergentes de Morgan Stanley. Países como Israel o Hungría siguen perteneciendo a este índice.

Embarcada en procesos de reforma económica: otra característica importante de una economía emergente es precisamente aquella, que está emergiendo. Es decir, está en un momento transitorio, pasando de ser una economía cerrada a desenvolverse plenamente en una economía de mercado. Como mercado emergente, el país estará

embarcado en importantes reformas económicas que le ayudarán a mejorar su nivel de renta *per capita* al tiempo que mejora la transparencia y eficacia de sus mercados de capitales.

En v as de estabilizar su tipo de cambio: una economía emergente tiene que estabilizar su sistema cambiario. España sufrió varias devaluaciones de la peseta en la década de los ochenta e incluso los noventa que prevenían su pertenencia a índices desarrollados. El cumplimiento de los criterios de convergencia impuestos por la Unión Europea, la adopción del tipo de cambio fijo de la peseta con el euro y la posterior sustitución definitiva de la peseta por el euro llevaron a los mercados internacionales a considerar por fin a España como un país desarrollado. La estabilidad cambiaria es tan importante para que el inversor extranjero confíe en el país, como para que el inversor doméstico no saque su dinero del país para invertir en divisas más seguras (recordemos lo que ocurrió en Argentina en la crisis de 2002).

Implicación de organismos supranacionales: en todo este proceso de reforma, estas economías emergentes suelen recibir ayuda, tanto económica como institucional, de organismos como el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional.

Con estas cuatro características sobre la mesa es más fácil reconocer una economía emergente. China, en estos momentos, es la economía emergente por definición. Con sus 1.200 millones de habitantes, en transición hacia una economía de mercado, ofrece un extraordinario potencial para empresas e inversores de todo el mundo. China, con su ilimitado poder económico, pertenece a la misma categoría que otros mercados mucho más pequeños, como Jordania, o a la de países teóricamente más ricos y desarrollados, como Israel. Las tres tienen un rasgo común. En los últimos años han atraído una gran cantidad de capital extranjero, tanto vía empresarial como financiera. La entrada creciente de capital extranjero en las economías emergentes es vital para su desarrollo.

Para los inversores extranjeros y las empresas de países desarrollados, las economías emergentes son un terreno abonado en el que hacer

crecer su dinero y sus beneficios. Las empresas aprovechan estos mercados para expandir su base de clientes o para fijar centros de producción con costes más baratos. Este proceso inyecta divisas fuertes en los países en desarrollo que les permiten repagar su deuda externa, al tiempo que disminuye la tasa de paro e incrementa la renta *per capita* de sus ciudadanos. Además, en teoría, tanto las empresas como los intermediarios financieros de países desarrollados que inyectan capital en estas economías emergentes transfieren también tecnología y conocimiento que ayudan al desarrollo de ese mercado.

En teoría, gracias a la inversión extranjera, estas economías irán cerrando su diferencial con los mercados desarrollados para acabar formando parte de este último grupo. Esto ha ocurrido recientemente en España y está en proceso de cumplirse con los países de Europa del este que han formado parte de la última ampliación de la Unión Europea. Sin embargo, la mayor parte países del Sudeste Asiático que formaban parte de los índices emergentes hace veinte años siguen ahí, por no hablar de las economías latinoamericanas. La transferencia de capital, tecnología y conocimientos no siempre funciona, y habría que preguntarse de quién es la culpa. Hay un debate público suficientemente amplio al respecto, por lo que seguiremos ciñéndonos al aspecto más capitalista del asunto. Es decir, ¿interesa o no invertir en economías emergentes?

Rentabilidad anualizada de los principales mercados emergentes

	En moneda local				En US\$			
	-1A	-3A	-5A	-10A	-1A	-3A	-5A	-10A
Índices internacionales								
Mercados emergentes	23%	12%	4%	6%	32%	17%	4%	1%
Mercados emergentes Asia	17%	8%	1%	-1%	26%	12%	2%	-4%
Mercados emergentes Europa del este	23%	21%	11%	12%	26%	24%	14%	8%
Mercados emergentes Latinoamérica	34%	23%	13%	14%	58%	24%	9%	7%
Índices asiáticos								
China	15%	13%	-4%	-10%	15%	13%	-4%	-10%
India	38%	26%	8%	8%	43%	31%	9%	5%

(continúa)

(continuación)

Rentabilidad anualizada de los principales mercados emergentes

	En moneda local				En US\$			
	-1A	-3A	-5A	-10A	-1A	-3A	-5A	-10A
Indonesia	63%	32%	23%	8%	60%	28%	19%	-7%
Corea	18%	6%	7%	5%	37%	13%	9%	2%
Malasia	6%	4%	-1%	-2%	6%	4%	-1%	-6%
Pakistan	38%	47%	20%	7%	34%	47%	17%	1%
Filipinas	30%	11%	3%	-6%	33%	9%	-2%	-13%
Sri Lanka	41%	36%	31%	9%	40%	34%	24%	2%
Taiwan	6%	1%	-8%	1%	14%	3%	-9%	-1%
Tailandia	12%	22%	14%	-7%	12%	24%	13%	-12%
Índices Latinoamericanos								
Argentina	67%	56%	21%	14%	71%	68%	-2%	2%
Brasil	37%	24%	13%	17%	80%	27%	7%	6%
Chile	32%	21%	11%	4%	45%	26%	8%	0%
Colombia	41%	60%	41%	18%	64%	60%	38%	7%
México	31%	22%	13%	20%	39%	17%	11%	13%
Perú	10%	23%	15%	9%	15%	25%	16%	6%
Venezuela	-5%	49%	31%	36%	9%	12%	0%	4%
Índices EMEA								
República Checa	52%	33%	17%	14%	59%	46%	27%	15%
Egipto	189%	104%	30%	22%	209%	89%	18%	16%
Hungría	59%	30%	10%	29%	60%	41%	16%	22%
Israel	10%	19%	-2%	11%	12%	23%	-2%	8%
Jordania	129%	52%	34%	10%	130%	52%	34%	9%
Marruecos	-2%	7%	-4%	6%	-2%	15%	-1%	5%
Polonia	21%	13%	-1%	10%	37%	20%	5%	6%
Rusia	8%	18%	15%	22%	8%	18%	15%	22%
Sudáfrica	30%	3%	10%	8%	24%	16%	11%	2%
Turquía	52%	34%	8%	50%	68%	37%	-8%	6%

Fuente: www.msci.com; datos recogidos en mayo de 2005.

¿INTERESA O NO INVERTIR EN ECONOMÍAS EMERGENTES?

A la vista del cuadro anterior y en contra de lo que pueda parecer, los países emergentes no constituyen una buena estrategia para invertir a

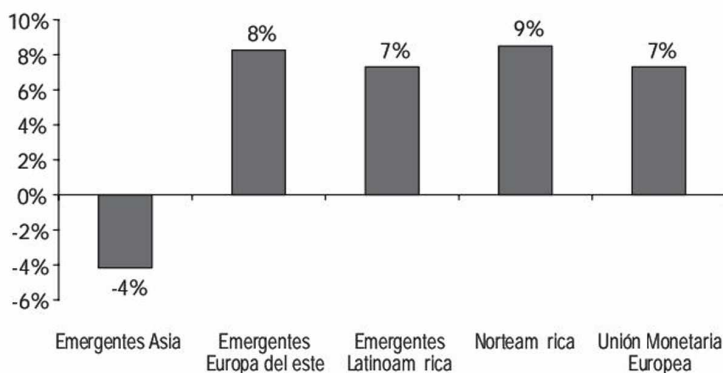
largo plazo. Los mercados emergentes en su conjunto han ofrecido una rentabilidad anual (medida en dólares) del 1% en los últimos diez años. Hasta una inversión en Letras del Tesoro (deuda pública a corto plazo sin riesgo), nos hubiera dado más que esto.

Por áreas geográficas, vemos cómo Asia ha sido el principal culpable de la mala evolución de los emergentes en los últimos diez años, con un retorno anualizado del -4%. Europa del este constituye la mejor opción con un 8% anualizado en el periodo (lógico, puesto que son un buen número de estos países los que han convergido con la Unión Europea en la última mitad de esta década), mientras que Latinoamérica, con toda su mala prensa, no lo ha hecho nada mal (rentabilidad anualizada del 7% en los últimos 10 años).

Sin embargo, ninguna de estas áreas geográficas emergentes ha mejorado la evolución del mercado norteamericano para el mismo periodo. Si asumimos mayor riesgo y obtenemos menos rentabilidad, ¿dónde está el negocio?

Si echamos un vistazo a la Tabla en la que se muestran las rentabilidades anualizadas de los mercados emergentes, vemos claramente dónde está el negocio. En acertar tanto el mercado estrella

Rentabilidad bursátil anualizada en el periodo 1995-2004 para diversas áreas geográficas.



Fuente: www.msci.com

entre los emergentes, como el momento adecuado para entrar. En el caso del pasado reciente, no hubiera estado mal tener un fondo invertido en Argentina en los últimos dos años (rentabilidad anualizada en dólares del 68%), o en Egipto en el último año (rentabilidad anualizada en dólares del 209%). Turquía, Jordania, Indonesia o Brasil hubieran sido también buenas opciones.

Si es difícil acertar qué mercado concreto va a tener el comportamiento estelar de entre los emergentes, más complicado todavía es saber salir a tiempo. El riesgo de desplome es extraordinario, tanto en moneda local como sobre todo en euros o en dólares. En la última década hemos sufrido una de las crisis en países emergentes más dura de la historia reciente. Veamos cómo empezó y de qué manera se propagó por todo el mundo a la velocidad de la pólvora.

DE TAILANDIA A RUSIA Y DE RUSIA A BRASIL. LA CRISIS DE 1998

Los acontecimientos ocurridos entre finales de 1997 y mitad de 1998 son el mejor ejemplo de cómo afecta la globalización a los mercados y también de la fragilidad de las economías emergentes. Tomamos prestado del libro *De los Tulipanes a Internet* editado por Self Trade en 2001, una interesante descripción de cómo se transmiten las crisis económicas.

En diciembre de 1997, 56 de los 58 bancos de inversión más importantes de **Tailandia** habían quebrado. El sistema bancario de aquel país se había dedicado a tomar deuda prestada del exterior en dólares americanos para financiar la enorme expansión económica que estaba viviendo Tailandia. El dinero iba a parar, entre otras cosas, a la construcción de hoteles, oficinas y apartamentos de lujo. Era la época dorada de los Tigres asiáticos. Conseguir dinero era fácil y países como Singapur, Indonesia o Tailandia estaban plagados de símbolos de esta riqueza, como las Torres Petronas de Kuala Lumpur.

Todo parecía atado y bien atado. El sistema financiero estaba protegido. El gobierno tailandés se había comprometido a mantener la moneda, el bath, con un cambio fijo frente al dólar, por lo que el

peligro de una crisis financiera se limitaba al riesgo de que el gobierno tailandés no pudiera sostener su propia divisa, algo que parecía imposible dado el *boom* económico de la región. Sin embargo, ocurrió. Después de publicarse datos macroeconómicos sobre Tailandia, en los que se apreciaba que la economía no era tan boyante como se creía, el bath empezó a sufrir un feroz ataque por parte de los mercados financieros. El gobierno se vio incapaz de defender su moneda y el bath se desplomó un 30% rápidamente.

La mecha de la bomba se acababa de encender. La economía Tailandesa se había financiado en dólares pero ahora, en el momento de devolver estos préstamos, las empresas estaban ingresando en baths, que ya no valían lo mismo que el dólar, por lo que todas las compañías financiadas en dólares tenían que devolver un 30% más por cada dólar que habían tomado prestado. Conclusión: muchos negocios no pudieron pagar sus préstamos y los bancos no pudieron a su vez devolver ese dinero a sus prestamistas en el exterior.

Los bancos tailandeses eran las primeras fichas del dominó en caer, pero sin que nadie lo supiera aún había muchas esperando su turno. Los mercados financieros reaccionaron rápidamente y vendiendo sus posiciones en países del entorno del Sudeste Asiático. Corea del Sur, Malasia e Indonesia fueron los primeros afectados por la fuga de capitales. Los Tigres asiáticos eran repudiados por los mercados financieros, que ya no prestarían dinero alegremente a estos países, sino que exigirían una gran prima de riesgo por su dinero. Es decir, los gobiernos se vieron forzados a subir fuertemente los tipos de interés para evitar la salida masiva de capital.

El Sudeste Asiático había sido en los últimos años un potentísimo motor de la economía mundial. Ese motor se alimentaba de ingentes cantidades de materias primas que importaba del exterior y transformaba en productos que luego se vendían fuera. Cuando estos países comenzaron a notar los efectos de debilitamiento de su economía y comenzaron a demandar una menor cantidad de materias primas, los precios de estas empezaron a caer en los mercados internacionales. Los precios del oro, el cobre, el aluminio, y sobre todo el petróleo, se debilitaban rápidamente.

Algo más al norte, **Rusia** estaba preocupada en esos momentos por arreglar sus propios problemas económicos con ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI). El mayor problema de Rusia era su incapacidad para producir «cosas» de valor. Este problema venía heredado de una cultura de producción obsoleta, que no tenía en cuenta la competitividad ni la calidad. La economía rusa no producía bienes con «valor añadido». Se daba la paradoja de que un tractor ruso recién salido de la fábrica tenía menos valor que si se vendiera el hierro utilizado en su construcción para chatarra.

El gobierno ruso no podía obtener impuestos por productos exportados porque su calidad era pésima. Su única fuente considerable de ingresos venía de los impuestos sobre la venta al exterior de materias primas y, sobre todo, del petróleo. La bajada de precios de las materias primas provocada por la crisis del Sudeste Asiático cortó de raíz una de las pocas fuentes de financiación en dólares a las que tenía acceso el gobierno ruso. Para evitar la bancarrota, tuvieron que subir desmesuradamente los tipo de interés. El rendimiento de los bonos rusos en rublos pasó del 20% al 70% con el fin de atraer dinero fresco para evitar una quiebra segura.

Aquí entran en escena las siguientes fichas del dominó, los *hedge funds*. Los *hedge funds* son fondos de inversión a los que se les permite, entre otras cosas, comprar y vender apalancados. Al igual que una palanca, con la que con poco esfuerzo se pueden mover grandes pesos, los *hedge funds* utilizan instrumentos (opciones y futuros principalmente) que requieren una pequeña inversión en comparación con la gran cantidad de dinero que en teoría se juegan. Los *hedge funds* también pueden operar vendiendo activos financieros que no tienen en propiedad, con el fin de recomprarlos a un precio inferior en el futuro.

Pues bien, los *hedge funds*, atentos siempre a las buenas oportunidades que brinda el mercado, vieron el cielo abierto. Con su enorme poder de apalancamiento, se dedicaron a vender en descubierto bonos del Estado Americano al 5%, y con el dinero que recibían compraban Letras del Estado Ruso al 20% o al 30%. El negocio era redondo, y era muy difícil pensar que el gobierno ruso dejara de pagar su deuda sobre todo contando con el respaldo del FMI. En el peor de

los casos, el FMI se haría cargo de la deuda rusa, por lo que el riesgo parecía mínimo.

Sin embargo el FMI, que siempre había ofrecido su dinero a Rusia a cambio de que esta introdujese cambios estructurales en su modelo económico, opta por apagar el fuego del Sudeste Asiático, que va de mal en peor. Las consecuencias de un descalabro en las economías de estos países, mucho más abiertos al exterior, serían fatales para el resto del mundo. Así, el FMI deja a Rusia sola ante el peligro y en agosto de 1998 el Kremlin claudica, devalúa el rublo y se declara insolvente para repagar su deuda.

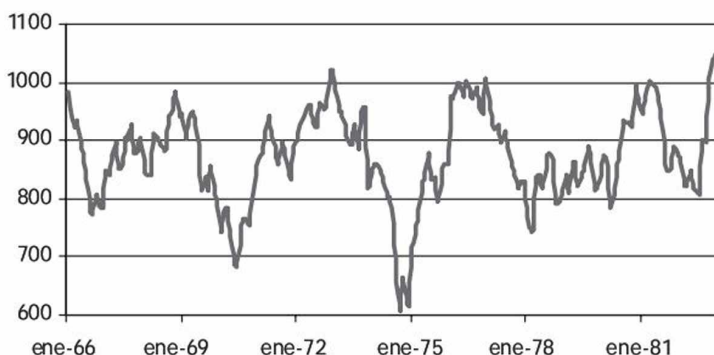
Los inversores en bonos rusos y muy especialmente los *hedge funds*, que habían tomado prestadas grandes sumas para apostar en el casino ruso, se vieron repentinamente forzadas a afrontar pérdidas tan importantes que iban a colocar en jaque al sistema financiero mundial. La primera reacción de los *hedge funds* fue vender todos sus activos líquidos, especialmente en los que tenían beneficios, para poder repagar al menos parcialmente sus deudas. Casi todos pusieron la vista de inmediato en **Brasil**. Este país se había comportado muy bien en los últimos años y había llevado a cabo reformas económicas estructurales que le permitían ser mirados con muy buenos ojos por los mercados financieros. Pero eso importó poco a los *hedge funds*, que vendieron acciones y bonos en Brasil de forma masiva y sin importarles el precio, solo buscaban hacer liquidez cuanto antes. El mismo comportamiento empezó a vivirse en otros países emergentes que hasta ahora habían conseguido aguantar el tirón, como Corea del Sur, Egipto y México.

La crisis afectó también a los mercados desarrollados, pero estos se recuperaron rápidamente y tuvieron tiempo de vivir el boom tecnológico de finales de los noventa. Los mercados emergentes ya estaban tocados, y la crisis continuó agravándose con los atentados a las Torres Gemelas, que generaron una necesidad todavía mayor de acudir a mercados seguros, como el de bonos americanos. Poco a poco se ha ido recuperando la confianza, pero queda claro que los mercados emergentes son arriesgados, volubles y volátiles. **Basar una estrategia de inversión en emergentes es poco recomendable. No deber apostar más del 5%-10% de una cartera, y siempre ir a fondos.**

ESTRATEGIA *SAFETY-RISK*: «LA RECETA DE LA CASA»

Tenemos la idea de que a largo plazo siempre se gana, y esto es cierto para periodos muy largos de tiempo. Sin embargo, existen mercados estructuralmente bajistas, o mejor digamos «laterales», que duran décadas. El periodo 2000-2002, con sus pronunciadas pérdidas bursátiles, nos puede parecer la peor pesadilla financiera de la historia, pero la verdad es que el siglo veinte presenta casos peores. El último mercado lateral estructural duró desde 1966 hasta 1982. Para esos quince años largos de desierto bursátil la estrategia de «comprar y aguantar» no funcionó. En un mercado lateral hay que entrar y salir, rotar las carteras y no perder de vista las inversiones. Proponemos una estrategia válida para este tipo de mercados, en los que si bien la tendencia general es lateral o incluso bajista, puede haber importantes oportunidades de inversión. En el periodo 1966-1982 se vivieron cuatro *rallys* cíclicos con revalorizaciones superiores al 30% en cada caso.

Evolución del DJ Industrial (1966-1982).



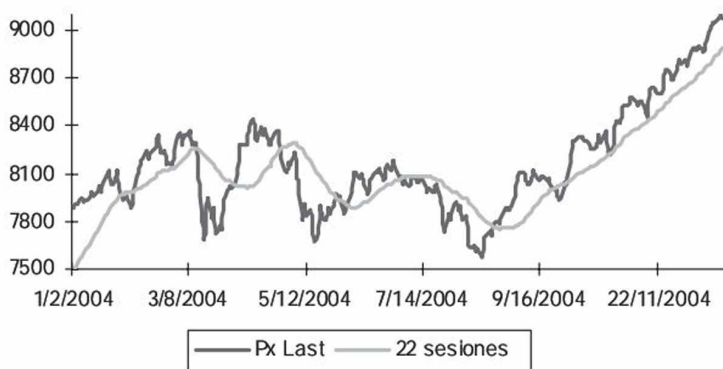
Fuente: Bloomberg.

BUSCAR TENDENCIAS

En mercados laterales como el que se muestra en el gráfico anterior, debemos aprender a detectar tendencias bajistas y alcistas. Para buscar tendencias acudimos al análisis técnico. En el capítulo dedicado a análisis técnico hay diversas estrategias que nos muestran cómo las figuras pueden ayudarnos a establecer una tendencia. Son indicadores potentes de tendencia el Momentum, el indicador MACD, el RSI y las bandas de Bollinger. Generalmente, el analista técnico busca una combinación de estos indicadores para confirmar cambios de tendencia en el índice.

Sería recomendable utilizar estos indicadores técnicos para buscar tendencias, pero si no queremos profundizar en estas teorías, podemos echar mano de la estadística más simple y buscar tendencias mediante el estudio de medias móviles.

Evolución del Ibex 35 y su media móvil en 2004.



Fuente: Bloomberg.

En el gráfico anterior vemos la evolución del Ibex 35 durante el año 2004 y su media móvil de 22 sesiones en el mismo periodo. En 2004, el mercado tuvo dos tendencias alcistas pronunciadas, la primera desde enero a primeros de marzo, y la segunda desde octubre a final de año.

En el periodo intermedio (de marzo a octubre) el mercado siguió una tendencia lateral.

Tanto al principio como al final del año estaba bastante claro que había que estar en Bolsa, y además en valores agresivos. Entre medias, ¿qué hacer?: «Buscar tendencias y obrar en consecuencia».

Las **tendencias bajistas** las marca el momento en que el gráfico del Ibex 35 rompe a la baja la media móvil de las últimas 22 sesiones. Un ejemplo claro es la ruptura a la baja de la media móvil el 11 de marzo, día de los atentados de Madrid y preludio de la caída que sufrió el mercado tras las elecciones del 14 de marzo. El 11 de marzo el Ibex cerró en torno a los 8.100 puntos, y en las jornadas posteriores bajó hasta los 7.750 puntos.

Las **tendencias alcistas** las marca el momento en que el gráfico del Ibex35 rompe al alza la media móvil de las últimas 22 sesiones. El ejemplo más claro en el año 2004 es la señal de ruptura al alza que da el gráfico el 29 de septiembre (justo antes de que comenzaran a remitir los precios del crudo dando la oportunidad al mercado de recuperarse). El Ibex estaba en 8,050 puntos y cerró el año cerca de los 9,100 puntos, un 13% por encima.

¿QUÉ HACER CON CADA TENDENCIA? RECURRIMOS A LA BETA

El sentido común nos dice que cuando estamos en tendencia alcista hay que comprar Bolsa, mientras que si estamos en tendencia bajista habría que quedarse fuera del mercado de renta variable. Quizás una buena alternativa sería comprar un fondo monetario en momentos de mercado bajista.

Sin embargo, la estrategia *safety-risk* propone estar siempre invertido en Bolsa, tanto en momentos alcistas como bajistas. Lo importante es elegir en qué valores debemos estar en cada momento.

Para elegir qué valores son adecuados para cada tendencia acudimos a la beta. La beta mide el grado de correlación entre un valor y el índice al que pertenece.

Si la **beta es superior a la unidad** el valor está altamente correlacionado con el mercado. Por ejemplo, si un valor tiene una beta de 1,1 significa que, en función de su comportamiento histórico, ese valor sube un 1,1% cuando el mercado sube un 1%, aunque también baja un 1,1% cuando el mercado baja un 1%. En definitiva, el valor amplía los movimientos del mercado. Es un valor arriesgado más propio de mercados alcistas que bajistas.

Si la **beta es inferior a la unidad** el comportamiento es el contrario. El valor está poco correlacionado con el mercado. Con una beta de 0,9, en teoría si el mercado sube un 1% el valor subirá algo menos, un 0,9%, y si el mercado cae un 1%, el valor también caerá menos, un 0,9%. Los valores de betas bajas son más recomendables en mercados bajistas. Generalmente son valores de carácter defensivo.

La estrategia *safety-risk* propone posicionarse en betas altas con mercados en tendencia alcista, y posicionarse en betas bajas en tendencias bajistas. Es mejor estar en betas bajas en las tendencias bajistas que quedarse fuera del mercado porque los valores con betas bajas aglutinan buena parte del dinero cautivo en Bolsa (principalmente el de los fondos de inversión en renta variable que por sus estatutos tienen que estar en bolsa aunque la tendencia baje) y, por tanto, suelen tener muy buen comportamiento en momentos de tendencia bajista.

Cada vez que el cruce del Ibex con su media móvil da una señal de tendencia alcista o bajista, habría que comprobar cuáles son los cinco valores con beta más alta o más baja del Ibex 35, y posicionarse en ellos hasta el nuevo cambio de tendencia.

¿QUÉ RENTABILIDAD PUEDO ESPERAR?

Mirando a los periodos 2002 (bajista), 2003 (alcista) y 2004 (alcista aunque con una gran parte del año en tendencia lateral), obtenemos los siguientes resultados.

En primer lugar, vemos cómo aunque hay valores que cambian, generalmente las betas más altas y las más bajas del Ibex 35 suelen corresponder siempre a los mismos valores.

Betas más altas y más bajas del Ibex 35 (2002-2004)

2002		2003		2004	
Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Amadeus	Abertis	Amadeus	Abertis	Arcelor	Altadis
Sogecable	Altadis	BBVA	Altadis	BBVA	Enagás
TPI	Gas Natural	B. Santander	Gas Natural	B. Santander	Inditex
Terra	Iberdrola	Sogecable	Iberdrola	Sogecable	Metrovacesa
Zeltia	Unión Fenosa	Zeltia	Red Eléctrica	Telefónica	Red Eléctrica

Fuente: Bloomberg.

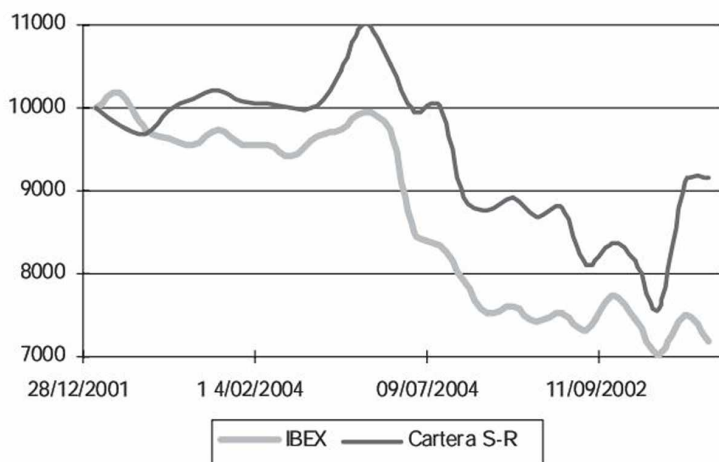
A lo largo de cada uno de los años, la lista también puede variar puntualmente en alguno de los cambios de tendencia, pero generalmente los valores se mantienen.

AÑO 2002: AÑO BAJISTA. LA ESTRATEGIA *SAFETY RISK* NOS PROTEGE BIEN DE PÉRDIDAS ACUSADAS

En 2002 el Ibex 35 sufrió una caída del 28%. Es uno de los peores años de Bolsa que se recuerdan. Siguiendo la estrategia *safety risk* la rentabilidad obtenida es también negativa, pero se limita al -9% (incluyendo comisiones). Si excluyéramos comisiones con la estrategia *safety risk* habríamos obtenido una rentabilidad positiva del 0,6%.

En el gráfico vemos cómo 10.000 euros invertidos en 2002 siguiendo las pautas de la estrategia *safety risk* se convierten en 9.149 euros a final de año, mientras que de haber sido invertidos replicando el Ibex a final de año tendríamos 7.189 euros.

Año 2002. Estrategia *safety risk* (con comisiones) vs Ibex 35.

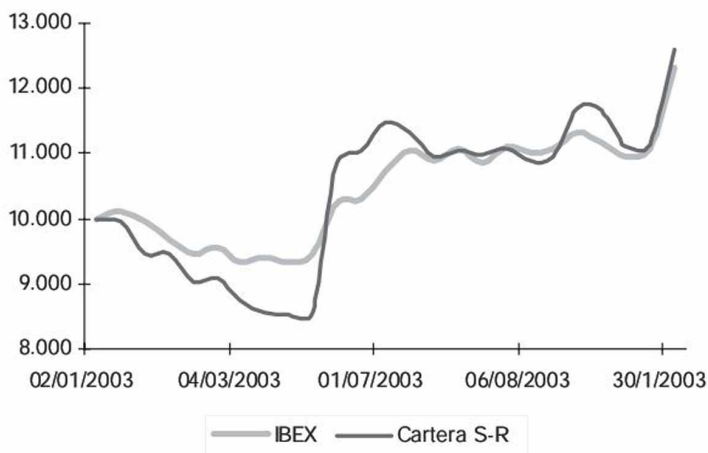


Fuente: Self Trade Bank.

AÑO 2003: AÑO ALCISTA. LA ESTRATEGIA *SAFETY RISK* LOGRA BATIR AL ÍNDICE

En el ejercicio 2003 vimos cómo a partir del estallido de la guerra de Irak se recuperaban los mercados. El Ibex 35 cerró el ejercicio con una subida del 23%. La cartera *safety risk*, incluyendo comisiones, cierra el año con una revalorización del 26%, batiendo al mercado en un año francamente positivo. Sin contar con comisiones, la cartera *safety risk* obtiene un retorno del 35%.

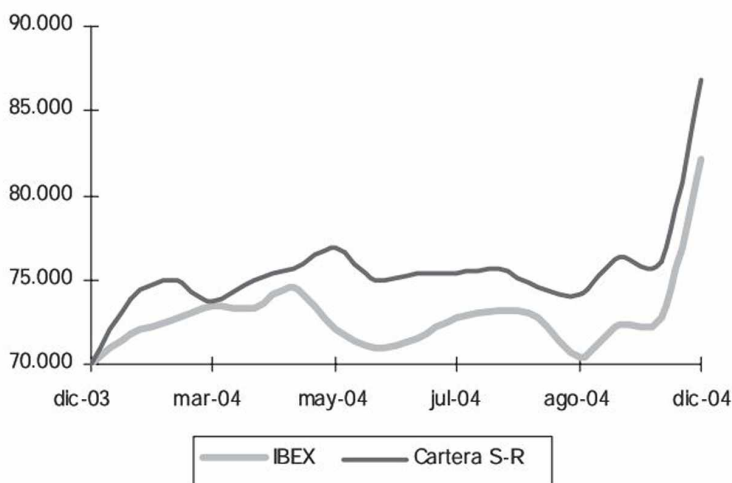
En el gráfico vemos cómo 10.000 euros invertidos según la estrategia *safety risk* habrían resultado en 12.593 euros, frente a los 12.313 resultantes de replicar de forma idéntica el Ibex 35. Son resultados muy similares, aunque mejores con la estrategia *safety risk*.

Año 2003. Estrategia *safety risk* (con comisiones) vs Ibex 35.

Fuente: Self Trade Bank.

**AÑO 2004: AÑO ALCISTA, AUNQUE CON SESGO LATERAL.
LA ESTRATEGIA *SAFETY RISK* SACA PARTIDO
DE LOS MESES LATERALES**

Ya hemos comentado cómo el año 2004 tuvo un periodo lateral bastante largo y tedioso para el mercado (de marzo a octubre). En este periodo, la estrategia *safety risk* se comportó mejor, puesto que fue capaz de ir identificando las tendencias y posicionándose en consecuencia. Para el conjunto del año, el Ibex 35 obtuvo una ganancia del 17%, la cartera *safety risk* gana un 24%. Si excluimos las comisiones, la ganancia de la cartera *safety risk* en el ejercicio es del 33%. En el periodo que va del 11 de marzo al 29 de septiembre (mercado lateral) el Ibex pierde un 1% mientras que la cartera *safety risk* gana más del 3%.

Año 2004. Estrategia *safety risk* (con comisiones) vs Ibex 35.

Fuente: Self Trade Bank.

INCONVENIENTES DE ESTA ESTRATEGIA

Hemos visto que esta estrategia tiene ventajas en mercados laterales y en mercados bajistas, mientras que en mercados alcistas se las arregla para batir al índice, aunque sea por poco margen. Sin embargo, hay algunas puntualizaciones que deben quedar claras.

Es una estrategia de alta rotación. Cada vez que el Ibex corta su media móvil vendemos toda la cartera para comprarla de nuevo cambiando el 100% de su composición. Por esta razón las comisiones de intermediación que genera esta estrategia son altas, y deben tenerse en cuenta a la hora de calcular rentabilidades.

No es una estrategia apta para importes bajos. Precisamente debido al alto peso de las comisiones en la cartera, y a que la mayor parte de los intermediarios cobran un porcentaje con un mínimo, es conveniente que la estrategia se siga con un importe alto.

Falsas señales. En ocasiones, tanto si utilizamos indicadores de análisis técnico como el MACD, RSI, etc., como si nos ceñimos a las medias móviles, esta estrategia da falsas señales de cambio de tendencia. Las señales revierten rápidamente, pero provocan cambios de cartera de betas altas a betas bajas, o viceversa, que no responden a la realidad de la tendencia y que además hay que deshacer de forma inmediata con el perjuicio añadido de los gastos por comisiones que se generan.

Fiscalidad. Al rotarse la totalidad de la cartera varias veces a lo largo del año, con esta estrategia no se puede aprovechar el beneficio fiscal de tributar al 15% por las plusvalías (tributación reservada a inversiones en valores superiores al año).

ESTRATEGIA *STOP LOSS*: «DEFENSA NUMANTINA»

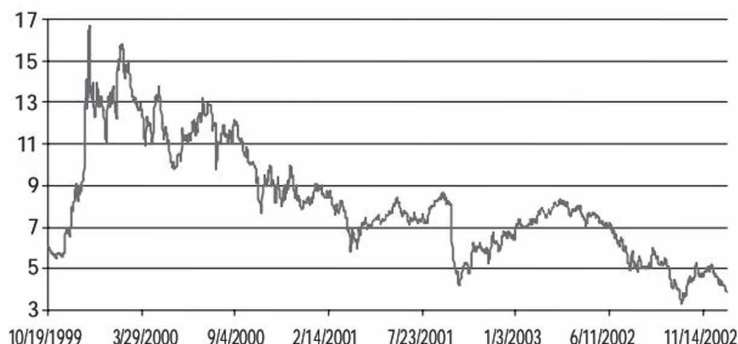
Me gustaría beneficiarme de las subidas de la Bolsa, pero soy un inversor prudente. Otro de mis problemas es que no tengo tiempo para estar encima de mis inversiones. ¿Cómo puedo proteger mis ganancias?

En este caso una herramienta que puede ayudar son las órdenes *stop loss*.

¿QUÉ ES UNA ORDEN *STOP LOSS*?

Stop loss significa, literalmente, parar o limitar las pérdidas. Si miramos al vaso y lo vemos medio lleno, en lugar de limitar las pérdidas una orden *stop loss* debería servir para proteger las ganancias. Una orden *stop loss* ejecuta una orden de venta cuando un valor que tenemos en cartera retrocede hasta una cotización que hayamos prefijado.

Cotización Amadeus 1999-2002.



En el gráfico tenemos la cotización de Amadeus desde que empezó a cotizar en el mes de octubre de 1999 hasta finales del año 2002. El gráfico resume el *boom* tecnológico de finales de los noventa y el posterior pinchazo de la burbuja en los años 2000-2002. Vamos a ver con un ejemplo qué se puede hacer con una orden *stop loss*.

Paso 1: acudo a la OPV de Amadeus a 5,75 € por acción. Un mes después gano un 16%.

Amadeus salió a bolsa a 5,75 € por acción. En nuestro ejemplo supongamos que acudimos a la OPV. Un mes más tarde, el 19 de noviembre de 1999 Amadeus cotizaba a 6,69 € por acción. Como inversor, estoy encantado. En un mes he ganado un 16%. Soy un inversor prudente, por lo que el cuerpo me pide vender las acciones transformando los beneficios en dinero contante y sonante. Sin embargo los analistas hablan de un potencial extraordinario para la Bolsa, en especial para los valores tecnológicos como Amadeus. Se respira un ambiente de excitación sin precedentes en los mercados. Se habla de un nuevo modo de invertir, del milagro de las ganancias de productividad basadas en las mejoras tecnológicas. En definitiva, decido esperar a ver qué pasa y no vendo mis acciones de Amadeus.

Paso 2: Protejo mis ganancias (un 10%) poniendo una orden *stop loss* a 6,32 € por acción.

Aunque no vendo mis acciones, escucho el consejo de algunos inversores con más experiencia que yo. Estos inversores, que han vivido crisis económicas profundas como la crisis del petróleo de los años setenta, no terminan de creerse que los beneficios empresariales vayan a crecer infinitamente a tasas superiores al 10% anual. La economía es cíclica por definición. Los Tigres asiáticos habían entrado en crisis en 1997, contagiando a Rusia un año más tarde. ¿Podía permitirse Occidente el lujo de seguir creciendo sin la ayuda de los mercados emergentes? Estos malos augurios parecen fuera de lugar con tanto entusiasmo como se respira a finales de 1999, pero como soy prudente prefiero proteger mis ganancias y pongo una orden *stop loss* para mis acciones de Amadeus a 6,32 €. Esto quiere decir que si el mercado se da la vuelta y empieza a caer, y las acciones de Amadeus

bajan de 6,69 € a 6,32 €, mis acciones se venderán de forma automática a ese precio y protegeré parte de mis ganancias. Si mis acciones se venden a 6,32 € habré ganado un 10% desde el precio de colocación de la OPV, que sigue siendo un beneficio más que aceptable.

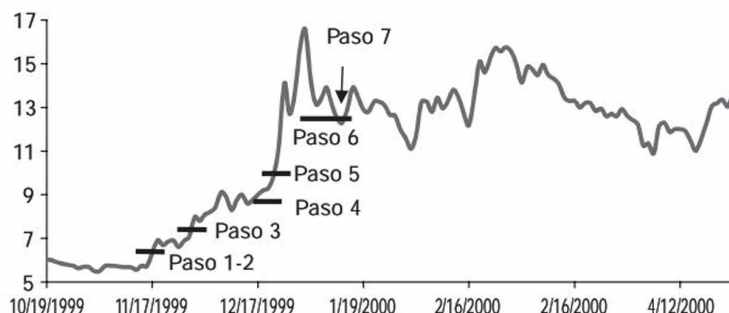
Paso 3: las acciones de Amadeus siguen subiendo. Subo mi *stop loss* hasta 7,47 € protegiendo mis ganancias al 30%.

Unos días más tarde, el 1 de diciembre, consulto el precio de Amadeus y veo que continúa subiendo. De hecho, ha cerrado a 8,10 € y ya voy ganando un 40%. Menos mal que no hice caso a los asesores/inversores especializados y me dejé llevar por la euforia del momento. De todas formas duermo más tranquilo sabiendo que puedo proteger parte de mis ganancias, por lo que subo la orden *stop loss* hasta 7,47 €. Si Amadeus cae hasta esa cotización se me venderán las acciones y todavía habré ganado un 30%.

Paso 4: el rally continúa, ya gano un 60%. Subo mi *stop loss* protegiendo mis ganancias al 50%.

Esta estrategia está funcionando. El 20 de diciembre Amadeus cierra a 9,2 € con lo que gano un 60% respecto al precio de colocación de la OPV. Voy a proteger un beneficio del 50% subiendo mi *stop loss* hasta 8,62 €.

Estrategia stop loss para Amadeus.



Paso 5: el mercado se ha vuelto loco. Gano un 95% con Amadeus. Proteger un 75% de mis beneficios.

La víspera de Nochebuena Amadeus cierra a 11,25 €, acumulando una subida del 95% desde la salida a Bolsa. Subo el *stop loss* hasta 10,06 € y protejo así un beneficio del 75%. Me voy de vacaciones.

Paso 6: a la vuelta de vacaciones Amadeus cotiza a 13,40 €. Mi beneficio asciende al 133%. Voy a proteger un beneficio del 113%

Estamos a 7 de enero, no me ha tocado la lotería de El Niño pero tampoco me puedo quejar. Francamente no sé cuánto durará esto, pero mientras dure quiero aprovechar el momento. Como dicen los expertos *the trend is your friend* (la tendencia es tu amiga). Como vengo haciendo desde la OPV, protejo mis beneficios restándoles 20 puntos porcentuales. En este caso pongo el *stop loss* a 12,25 € protegiendo un beneficio del 113% respecto a la OPV.

Paso 7: pocos días después el mercado recorta, Amadeus toca 12,25 € y se ejecuta mi *stop loss*.

El 13 de enero acaba mi aventura. Amadeus cierra a 12,30 € pero en el intradía toca los 12,25 € y se ejecuta mi orden *stop loss*. He ganado un 113% y estoy satisfecho. Bien es verdad que hace unos días Amadeus tocó su máximo histórico cerrando a 16,57 €. Si hubiera vendido ahí, la ganancia sería del 188%. Además, ahora, con perspectiva histórica también sabemos que Amadeus rebotó de nuevo en el mes de febrero, alcanzando 15,75 € el día 25 de febrero. Probablemente en esa fecha como inversor estaré enfadado por haber seguido una estrategia *stop loss* puesto que podía haber ganado muchísimo más. Sin embargo, a partir de esa fecha y a pesar de que Amadeus tuvo algunos rebotes más me hubiera resultado difícil vender a un precio superior a 12,25 €. A partir del mes de agosto de 2000 es ya una tarea imposible. En el punto más bajo del ciclo, Amadeus llegó a cotizar a 3,33 €, un 42% por debajo de su precio de colocación y un 80% por debajo de sus máximos.

OTROS USOS DE LA ESTRATEGIA *STOP LOSS*. ESTRATEGIAS COMBINADAS

El uso anterior es el más característico de una estrategia *stop loss*. Es una herramienta que nos ayuda a ser prudentes y sobre todo disciplinados en nuestras inversiones. Existen otros usos de las órdenes *stop loss*, que combinadas con otro tipo de órdenes pueden resultar útiles.

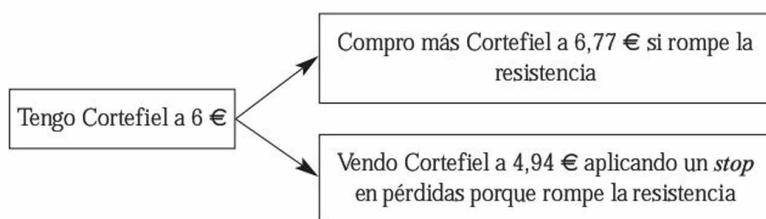
STOP LOSS PARA APROVECHAR RUPTURAS DE SOPORTES Y RESISTENCIAS

El análisis técnico estudia las figuras que forman las cotizaciones de las acciones dibujando líneas imaginarias que, al cruzarse con la cotización de un valor, dan señales de compra o venta. Las dos líneas imaginarias más básicas son el soporte y la resistencia. El soporte de un gráfico muestra el nivel en el que suele rebotar al alza la cotización de un valor. Si el soporte se perfora, el valor puede hundirse. La resistencia es la línea imaginaria que actúa como tope de un valor. Si la cotización rompe la resistencia al alza, podría dispararse.

Cotización de las acciones de Cortefiel.

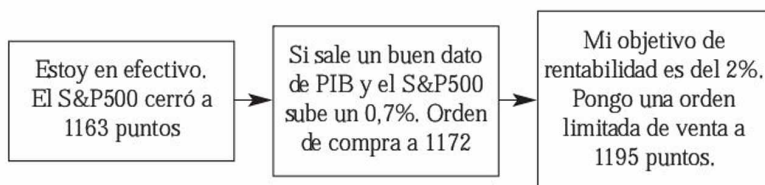


Tengo acciones de Cortefiel compradas a 6 €. Mi objetivo es 8 € por lo que pongo una orden de venta limitada a 8 €, pero por otra parte veo en el gráfico que el soporte de Cortefiel es de 4,95 €, así que pongo una orden *stop loss* justo por debajo de 4,95 € para limitar mis pérdidas en caso de que se perfore este soporte. Además, si Cortefiel rompe la segunda resistencia (6,77 €) aumentan las probabilidades de que se vaya a 8 €, así que pongo una orden limitada de compra a 6,78 € para comprar más Cortefiel en caso de que rompa al alza la resistencia. En esta ocasión, Cortefiel no llega a romper la segunda resistencia, pero sí perfora el soporte, por lo que se ejecutaría mi orden *stop loss* limitando mis pérdidas.



STOP LOSS PARA ANTICIPARNOS A LA PUBLICACIÓN DE UN DATO

Mañana viernes se publicará el PIB del 4T en EE UU. Es un dato muy importante para el mercado, porque existe incertidumbre sobre la recuperación norteamericana en estos últimos meses en los que ha subido tanto el precio del crudo. De hecho, el índice S&P 500 está en un nivel crítico, y si el dato sale flojo, como de hecho espera el mercado, puede perforar el nivel de los 1,163 puntos propiciando un recorte que puede ser de hasta el 6%. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el dato de PIB mejore las expectativas del mercado, que espera un crecimiento del 3,4% para la economía americana en el 4T. Si el PIB fuera bueno, por ejemplo del 4% como en el 3T, el índice S&P podría recuperarse. Son las diez de la noche y ha cerrado el mercado americano.



El dato de PIB se publica mañana viernes a las 14:30 de la tarde, y el mercado americano abre una hora después. Si el dato es bueno, y el S&P 500 sube un 0,7% quiero entrar en el mercado comprando un *tracker* sobre el índice (acción que replica exactamente el contenido del índice). Como creo que a medio plazo la tendencia va a seguir siendo lateral, me conformo con ganar un 2% y salirme del mercado a la espera de otro recorte, por lo que al mismo tiempo que pongo la orden de compra meto una orden de venta sobre el mismo número de títulos un 2% por encima del precio al que se compran.

¿DEBO UTILIZAR SIEMPRE ÓRDENES *STOP LOSS*?

Las estrategias *stop loss* tienen un peligro evidente, y es que tiendes siempre a vender en mínimos. En el ejemplo dado para Amadeus, la estrategia *stop loss* es muy adecuada porque las ganancias acumuladas son muy abultadas, y cada vez que ponemos un *stop loss* damos mucho margen de caída al valor respecto a su última cotización.

Sin embargo, lo normal es que queramos proteger nuestras ganancias al límite, situando la orden *stop loss* un 2%-3% por debajo de la cotización actual del valor. Es en estos casos cuando la orden *stop loss* generalmente sale mal porque los movimientos intradiarios de un título pueden ser muy bruscos, incluso para grandes compañías como Telefónica. El resultado es que se me va a ejecutar la orden *stop loss* en el mínimo del día, incluso si de cierre a cierre el valor no experimenta cambios. Este es un mal uso de la estrategia *stop loss* que debe evitarse.

INVERTIR EN ARTE: «THYSSEN VS BUFFET»

Invertir en arte no es algo fácil para el individuo de a pie. En primer lugar, hace falta saber qué tiene valor más allá del placer que nos proporcione la obra; en segundo lugar, la mayor parte del arte que merece la pena como inversión está al alcance de muy pocos por su alto precio.

Son barreras de entrada con las que hay que contar, pero una vez salvadas, veremos cómo invertir en arte puede ser altamente lucrativo.

El mercado mundial del arte mueve unos 26.000 millones de euros al año. De este importe, casi la mitad corresponde a EE UU y un 25% a Reino Unido. La lista continúa con Francia, Alemania y Suiza, con niveles de participación muy inferiores en este mercado global. La inversión en arte en España está creciendo. Datos de 2002 cifraban en 721 millones de euros el volumen de negocio de las galerías de arte españolas, con un crecimiento del 60% en la última década.

EL ARTE COMO ALTERNATIVA A LA BOLSA

El fenómeno no es nuevo, aunque se ha repetido en la crisis bursátil de los años 2000-2002. Cuando las Bolsas entran en crisis, los inversores más despiertos giran la cabeza hacia el mercado del arte. Ocurrió en la crisis de 1987 y se intensificó en años posteriores. En mayo de 1990 la sala de subastas de Christie's en Nueva York cerró en tres minutos la subasta del *Retrato del Doctor Gachet* de Van Gogh por 82,5 millones de dólares. Ese mismo mes se subastó *Au Moulin de la Galette* de Pierre-Auguste Renoir, por 78,1 millones de dólares.

En el año 2000, con el pinchazo bursátil del sector tecnológico, vuelve a producirse el mismo efecto: en conjunto el precio del arte contemporáneo se revalorizó un 70%, mientras que los impresionistas subieron un 52% y los grandes clásicos un 47%. Otro factor que revalorizó el mercado del arte tras la crisis bursátil iniciada en 2000 fue la introducción definitiva del euro sustituyendo a las monedas europeas. Parte importante del dinero negro aflorado fue a parar a este mercado.

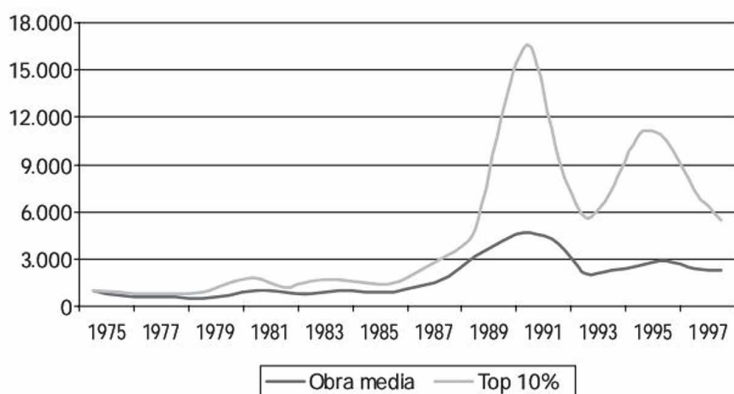
En España las tendencias son más o menos las mismas: expansión de 1985 a 1990, periodo de recesión coincidiendo con la crisis económica de los noventa y relanzamiento y profesionalización del sector a partir de 1998. En España, desde ese año, ha proliferado el interés en el arte de inversores institucionales, banca privada y fondos europeos. Otro fenómeno característico de los últimos años en España es la puesta en marcha de nuevos museos con excelentes colecciones a lo largo y ancho del país.

Para bolsillos algo menos acaudalados, dos apartados del mundo del arte están ganando cada día más adeptos: la fotografía y la obra gráfica.

¿QUÉ RENTABILIDAD ME PUEDE PROPORCIONAR EL ARTE?

En cualquier caso, a la hora de analizar fríamente el arte como inversión faltan datos. Este es uno de los mayores inconvenientes con los que nos encontramos en este mundo. Una de las principales razones de que los datos sean escasos y obsoletos es que la confidencialidad es extremadamente importante en el sector. Las casas de subastas suelen dar cifras globales de ventas cada año, las galerías son mucho más reacias y canalizan en torno al 50% de las ventas del sector, al menos en España. Con estos impedimentos, resulta complicado hablar de rentabilidades probables a corto o a largo plazo.

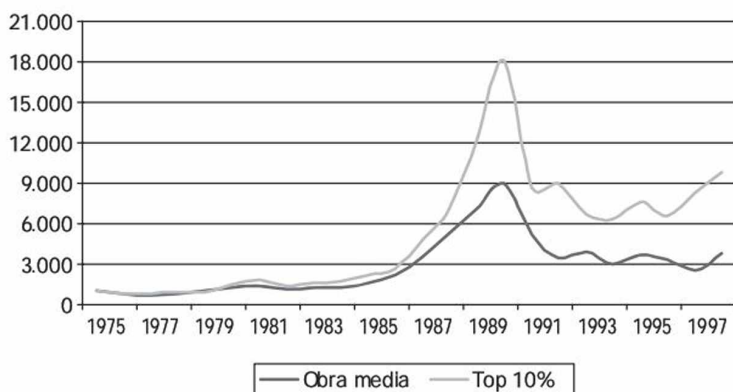
Sin embargo, hay algunos datos interesantes que proporciona Art Market Research sobre periodos largos (casi veinticinco años), tanto para artistas concretos como para grupos de artistas.

Joan Miró: valoración de su obra de 1975 a 1998 en US\$.

Fuente: Art Market Research.

En el gráfico precedente vemos la evolución de la obra de Joan Miró desde 1975 hasta 1998. La primera conclusión es que incluso habiendo invertido 1.000 US\$ en sus mejores obras (top 10%) en el año 1975, si no aprovechamos para vender en los picos del ciclo (claramente 1990 y posteriormente 1996), la rentabilidad anualizada a veinticinco años es del 7,3%, bastante razonable pero inferior al 9,5% que nos ofrece el S&P 500, nuestra referencia en renta variable. Es decir, **en el arte, al igual que en la Bolsa, hay ciclos y son muy acusados**. Otra cosa es que sean ciclos complementarios y que en malos años de Bolsa el arte se dispare y viceversa.

La segunda conclusión es que para aprovechar plenamente los ciclos alcistas en el mercado del arte hay que comprar buena calidad. Es decir, **es muy necesario estar bien asesorado**. Como se observa en el gráfico, 1.000 dólares invertidos en obra media de Joan Miró en el año 1975 alcanzan un pico de valoración en 1991 de 4.700 dólares, mientras que el pico alcanzado si compramos el top 10% de su obra es de 16.500 US\$ ese mismo año. Además, habiendo invertido en obra media, la rentabilidad anualizada a largo plazo (periodo 1975-1998) alcanza solo el 3,5%, completamente inaceptable si se compara con la Bolsa, los bonos e incluso con la inflación.

Grupo de artistas modernos: valoración de su obra de 1975 a 1998 en US\$.

Precios correspondientes al siguiente grupo de artistas: Pierre Bonnard, Georges Braque, Marc Chagall, Kees van Dongen, Moise Kisling, Marie Laurencin, Pablo Picasso, Georges Rouault, Maurice Utrillo, Edouard Vuillard.

Fuente: Art Market Research.

Estudiando el gráfico sobre la evolución de una inversión de 1.000 dólares en el año 1975 de un grupo de artistas modernos de alto renombre observamos las mismas pautas, solo que los movimientos son todavía más exagerados. En este caso, la ganancia anualizada de la inversión en su mejores obras (top 10%) es del 10,4% (supera a la de la Bolsa), mientras que si se han invertido los mismos 1.000 US\$ en obra media la ganancia anualizada es del 5,9%.

Evidentemente, invertir en arte tiene una clara ventaja sobre la Bolsa, y es el placer de disfrutar las obras adquiridas. Incluso invirtiendo a través de fondos institucionales, generalmente estos proporcionan a sus clientes la posibilidad de tener las obras de arte en las que invierte el fondo en depósito en sus hogares durante periodos limitados de tiempo.

La principal desventaja, además de la opacidad del mercado y las barreras de entrada que citábamos al principio, es que la liquidez de esta inversión es muy inferior a la de las acciones, o incluso a la de la inversión en inmuebles. La fiscalidad tampoco ayuda, en especial

cuando el arte se hereda. Como dato representativo citar que de 1998 a 2002 la Hacienda Pública española ha recibido obras de arte valoradas en 80 millones de euros en concepto de pago de impuestos. Pocos herederos pueden soportar la presión de tener que tributar ante obras heredadas con valoraciones multimillonarias. La dación permite la exoneración de la ganancia patrimonial.

ALGUNOS CONSEJOS ANTES DE COMPRAR

Existen algunas reglas generales para aquellos inversores que se sientan con ganas, y sobre todo con fondos, para invertir en arte.

Si no eres un experto, busca asesoramiento competente. Es la regla de oro para invertir en arte.

Es importante determinar si la demanda por determinada pieza puede estar influida por modas de corto plazo. En ese caso, se debe comprar y vender rápidamente, para poder aprovechar las mayores ganancias. En las subastas los precios pueden estar inflados por la fuerte demanda del momento.

Siempre debe comprobarse la autenticidad de la pieza y las firmas. Algunos coleccionistas y anticuarios poco escrupulosos engañan al comprador. El mundo del arte, las antigüedades y el coleccionismo no está tan regulado como la Bolsa, por lo que el inversor debe ser cauto y asesorarse. Pedir un certificado de autenticidad es el primer paso para poder reclamar judicialmente ante cualquier engaño.

La liquidez es un problema. Generalmente una obra de arte no puede convertirse en dinero de forma inmediata.

Es preferible limitarse a una única modalidad de arte: pintura y de determinada época por ejemplo. Así es más viable ir aprendiendo sobre el mercado en el que se invierte.

Una vez adquiridas, las piezas deben asegurarse. Así protegemos nuestra inversión de robos y de desastres naturales.

El arte es altamente volátil. Como cualquier inversión de este tipo nunca debería suponer más del 5%-10% de una cartera de inversión.

ESTRATEGIA FILATÉLICA: «MORTADELO Y FILEMÓN»

Fuera del mundo estrictamente financiero existen alternativas de inversión que captan numerosos adeptos en todo el mundo. Una de las más extendidas es la inversión en bienes de colección, entre los que destaca la filatelia. Los interesados en filatelia seguramente sabrán que en España la primera emisión tuvo lugar en enero de 1850, con sellos que mostraban la efigie de la Reina Isabel II. Sin embargo, el sello más caro de los españoles no es este, sino uno del siguiente año, 1851, que se emitió por error en azul cuando debía ser rojo anaranjado. De esta pieza se conocen solo tres ejemplares, cada uno valorado en unos 170.000 € según unas fuentes, o en 300.000 € según otras.

¿QUÉ SON LOS BIENES DE COLECCIÓN? Y ¿POR QUÉ PUEDEN CONSTITUIR UNA INVERSIÓN?

Son bienes que, por su interés o estética, sirven como base para iniciar una colección y además pueden constituir una inversión porque, por su naturaleza, cuentan con unas características que les permiten obtener una rentabilidad interesante con el transcurso del tiempo.

Son bienes tangibles: al contrario que los activos financieros, los bienes de colección son tangibles y tienen valor por sí mismos.

Se consideran valor refugio: teóricamente están al margen de las crisis de los mercados financieros y de la economía real.

Son bienes universales: en el sentido de que son universalmente aceptados y por tanto pueden venderse en cualquier parte del mundo. Esto es especialmente cierto para los valores filatélicos.

Son accesibles: al contrario que la inversión en grandes obras de arte, que solo son accesibles para unos pocos, los bienes de colección (filatelia, numismática, obra gráfica, etc.) son asequibles para el coleccionista y ahorrador medio.

Son escasos: de ahí su valor como inversión. Son bienes con tirada limitada, o bien antiguos, y por lo tanto deseados.

Se revalorizan en el tiempo: bien por su componente histórico, artístico, o bien por su escasez, la revalorización es mayor cuanto más nos alejamos en el tiempo y cuanto más escaso es el bien.

Su revalorización es previsible: esto diferencia claramente a los bienes de colección de las acciones, cuyos movimientos son más difíciles de predecir. La inversión en bienes de colección permite prever el ahorro mínimo que generará a medio o largo plazo.

Hemos visto los precios que pueden alcanzar en el mercado los sellos clásicos (los emitidos por un país en sus primeros años de emisión filatélica), pero seamos más prácticos y centrémonos en sellos que cumplan con la característica citada de «ser accesibles».

Para ser objeto de inversión es fundamental que el sello nuevo sea de tirada limitada y de aceptación universal. La tirada limitada le confiere potencial de revalorización en el tiempo y la aceptación universal un mercado secundario donde realizar la inversión.

Además, desde el punto de vista de la inversión, los sellos tienen una primera clasificación:

Sello nuevo: no ha sido franqueado, se mantiene inalterado con su dibujo y tiene mayor valor porque es el más escaso. El sello nuevo, para ser una buena inversión, no debe ser reciente. Hay que esperar a que escaseen para que la curva de apreciación de su valor sea interesante. Es decir, que se revalorice en un periodo relativamente corto de tiempo.

Sello con charnela: Es un sello nuevo con defecto en la goma debido a un método de coleccionismo seguido en España hasta los años sesenta, que consistía en pegar al sello un poco de papel en un

ángulo para sujetarlo a un álbum. Al quitar la charnela los sellos quedan con una marca en la goma. Estos sellos con defecto valen menos; además hay miles en el mercado.

Sellos usados: son sellos franqueados en mejor o peor condición.

Los sellos nuevos más cotizados son los de países occidentales, incluyendo Mónaco, San Marino y Liechtenstein, que los cuidan especialmente como fuente de ingresos.

¿CÓMO SE INVIERTE EN SELLOS?

Vamos a partir de la base de que no todos los expertos en filatelia consideran el sello como una inversión. Muchos piensan que la filatelia es coleccionismo, y solo se convierte en inversión cuando se compran sellos muy escasos o al menos relativamente escasos.

En cambio, otros piensan que la inversión en sellos es segura siempre que estos estén bien seleccionados y se mantengan por un periodo de unos diez años.

Lo que parece claro es que, a no ser que seamos verdaderos expertos, la inversión directa en sellos es peligrosa. Tendríamos que saber, no solo qué comprar, sino dónde, a quién, y a qué precio; y lo mismo para vender.

La otra forma de invertir en sellos es la inversión indirecta y dirigida a través de sociedades filatélicas. Siempre hay que buscar sociedades filatélicas de reconocido prestigio para evitar fraudes que pueden darse con facilidad en una actividad escasamente regulada. Se debe firmar un contrato legal muy claro en el que se establezcan plazos precisos que permitan disfrutar las ventajas del sello como inversión. Generalmente existe un periodo mínimo de inversión de tres años, aunque la sociedad filatélica puede buscar un comprador para el inversor si quiere deshacerse antes de sus sellos. Los periodos óptimos de maduración de la inversión en filatelia son más dilatados.

Los sellos que se adjudican al inversor son series completas, años completos y de países con reconocimiento universal. Las series

completas, de tiradas limitadas, legalmente irrepetibles y a largo plazo, son los criterios claves de rentabilidad. Desde veinte euros al mes, en sociedades filatélicas como Afinsa, se puede iniciar una inversión en sellos.

Si tenemos capacidad financiera para invertir en sellos clásicos, entonces habría que pedir orientación específica a estas sociedades filatélicas o, si contamos con criterio propio, acudir directamente a subastas.

¿QUÉ RENTABILIDAD PUEDO ESPERAR?

En periodos largos de tiempo existen estudios de entidades financieras que muestran rentabilidades bastante atractivas para el mercado de sellos. Por ejemplo, un estudio de *Salomon Brothers* señalaba que en el periodo 1920-1990 el sello se ha revalorizado un 7.000%. Esto representa una rentabilidad anual algo superior al 6%, que si bien no iguala a la rentabilidad de la Bolsa americana a largo plazo (8%-9% anual), es bastante interesante considerando que la filatelia bien asesorada entraña menor riesgo.

Insistimos en la importancia del intermediario y en el peligro de fraude dada la escasa regulación del sector. Forum Filatélico y Afinsa son las sociedades de inversión filatélica más arraigadas en España, aunque no son las únicas. La Asociación de Empresarios de Coleccionismo e Inversión (www.aseci.org) puede ser otra fuente interesante de información para asegurarnos que elegimos bien el intermediario a la hora de invertir en sellos.

ESTRATEGIA ÉTICA: **«EN BUSCA DE AYUDAS** **GRATIFICANTES»**

Capitalismo y ética no siempre van de la mano. De hecho, en ocasiones son incompatibles. La industria armamentística, las tabaqueras, los residuos tóxicos, el empleo infantil, son lacras del capitalismo en las que muchos inversores prefieren no participar.

La Bolsa es un gran mercado que acoge a todo tipo de inversores, que en su mayoría solo quieren que sus ahorros renten más que una Letra del Tesoro o un Bono del Estado. Sin embargo, hay un grupo de inversores que va más allá, y busca inversiones éticas con la esperanza de que la motivación principal del sistema capitalista (buscar siempre el beneficio propio) también pueda aplicarse a la salvación del planeta.

¿QUÉ ES INVERTIR ÉTICAMENTE?

Cada ser humano tiene una concepción distinta de lo que es ético y lo que no. Para algunos inversores será fundamental evitar empresas que contaminen el medio ambiente, otros buscarán la responsabilidad social en el seno de la empresa (relación entre el empleador y el empleado), posiblemente se querrá evitar la inversión en empresas que fabriquen armas, o bien en aquellas que fabriquen o comercialicen sustancias adictivas, como el alcohol o el tabaco. Por último, el inversor puede seleccionar empresas que sigan una línea de pensamiento o una religión similar a la suya.

Si empezamos a filtrar las empresas que componen el mercado español por todos estos criterios, probablemente nos quedemos sin opciones para invertir. Todas las empresas del sector energético son agresivas

con el medio ambiente en mayor o menor medida. Los medios de transporte también contaminan. No queríamos oír hablar de las fabricantes o distribuidoras de tabaco. Las operadoras telefónicas, a base de plantar sus infraestructuras para telefonía móvil, también causan alarma social. No podríamos invertir en empresas de seguridad, puesto que los vigilantes llevan armas. La mayor parte de las tecnológicas tienen importantes contratos con los Ministerios de Defensa y los ejércitos de diversos países del mundo. Para una buena parte de la población, las entidades financieras practican la usura, al menos en el sentido bíblico, así que tampoco podríamos invertir en bancos. Los fabricantes y comercializadores de productos alimenticios probablemente supongan un problema para las asociaciones de defensa de los animales. No sigo, porque cada empresa cotizada en la que pienso tiene una pega ética inmediata.

Por eso un individuo que quiere invertir éticamente tiene que ser transigente, y buscar inversiones socialmente responsables que satisfagan algunos de los criterios señalados, pero de forma gradual.

¿CÓMO IDENTIFICO UNA EMPRESA SOCIALMENTE RESPONSABLE?

Todas las empresas deben, como mínimo, actuar dentro del marco de la ley. Las empresas que cumplen con la ley son simplemente empresas legales, pero no empresas éticas o socialmente responsables. Aquellas empresas que piensan más allá de lo que dicta la ley, actuando de forma proactiva para contribuir con el bienestar social, sí son empresas socialmente responsables y, como tales, suelen formar parte de los fondos de inversión éticos, principal vehículo que recomendamos para los individuos que busquen este tipo de inversiones.

La Pirámide de Monsen marca cuatro niveles de actuación para las empresas. Aquellas compañías que cumplan con los tres niveles superiores son empresas éticas.

Primer nivel: cumplir con la ley. Se reitera que con cumplir con la ley no basta para ser ético.

Segundo nivel: satisfacer las necesidades de los grupos de interés. La empresa se preocupa por el bienestar de sus empleados, administradores o accionistas más allá de lo que marca la ley. Asimismo, paga a sus acreedores.

Tercer nivel: satisfacer expectativas. La empresa es capaz de identificar problemas que afectan a la región o país en el que operan, y proponer soluciones.

Cuarto nivel: crear expectativas. La empresa no solo se esfuerza por solucionar lo que no funciona, sino que aporta bienestar futuro a esa región.

Pirámide de Monsen



Sin embargo, todo esto es muy etéreo. Debe haber criterios de selección mucho más concretos para crear una cartera de inversiones socialmente responsable. Y los hay. En primer lugar se aplican Criterios Excluyentes (excluir por completo aquellas empresas que se dediquen a determinadas actividades como el alcohol y el tabaco, o que exploten a trabajadores en el Tercer Mundo). Una vez obtenida una lista de empresas que no violan los criterios excluyentes, se aplican los Criterios Valorativos (por ejemplo igualdad de oportunidades a trabajadores, sin discriminar por sexo, raza o nacionalidad, iniciativas medioambientales o relaciones con la comunidad). Como ejemplo, vemos qué criterios excluyentes y valorativos se tienen en cuenta para constituir los índices responsables FTSE4Good, de la compañía independiente FTSE.

Resumen de criterios negativos y valorativos de los índices socialmente responsables FTSE4Good

Criterios excluyentes	Fabricantes de tabaco	Accionistas o gestores de centrales eléctricas nucleares
	Fabricantes parciales o totales de armamento nuclear	Extractores o procesadores de uranio
	Fabricantes totales de armas (no excluye a fabricantes de componentes)	
Criterios valorativos	Respeto al medioambiente	Respeto de derechos humanos
	Criterios sociales para empleados y accionistas	

Fuente: FTSE4Good Index Series. Más información en www.ftse.com/ftse4good

Los índices socialmente responsables FTSE4Good se revisan cada semestre para identificar nuevos entrantes, y también compañías que han dejado de cumplir los criterios valorativos citados. Por ejemplo, en 2004, 62 compañías abandonaron el índice. Algunas de ellas, como Avon Products, por dejar de cumplir criterios medioambientales y de respeto a los derechos humanos. Cada mes se publica un informe sobre la evolución del índice y, una vez al año, una extensa memoria sobre criterios de entrada, salida y cumplimiento por parte de las empresas.

Centrándonos en España, solo hay ocho empresas que forman parte del índice FTSE4Good Europe en estos momentos: BBVA, Banco Santander, Bankinter, Gas Natural, Repsol, Inditex, Telefónica y Gamesa.

¿POR QUÉ ES MEJOR A TRAVÉS DE UN FONDO DE INVERSIÓN?

La inversión directa en compañías éticas es compleja. En primer lugar, porque como hemos visto los criterios de selección son muy diversos, y en general es necesario tener la capacidad de bucear en las tripas de la empresa para saber si sus procedimientos son o no socialmente

responsables. Por tanto, es mejor dejar esta labor en manos de empresas especializadas en la composición de índices, como el caso de FTSE que citábamos.

En segundo lugar, tomando como referencia las empresas que componen estos índices vemos que no son tantas por país. Por ejemplo, en España tendríamos que limitar nuestra cartera a ocho valores, que pueden cumplir con nuestras expectativas a nivel ético pero no a nivel económico. En definitiva, la inversión ética debe ser global, y para invertir globalmente, en general, es mejor pagar una comisión de gestión y hacerlo a través de un fondo.

¿LAS INVERSIONES ÉTICAS RINDEN MENOS?

No necesariamente. En la siguiente tabla mostramos la evolución de algunos índices éticos y su equivalente en el mercado para distintos periodos de tiempo. Las diferencias entre empresas éticas o no éticas no son muy relevantes, y según para qué periodo se contemple salen mejor o peor paradas.

Evolución de índices éticos e índices globales equivalentes

	-1 Mes	-3 Meses	-12 Meses	-3 Años	-5 Años
FTSE4Good Global	+2,7%	+3,5%	+7,4%	+18,2%	-18,2%
FTSE All-World Developed	+3,0%	+4,4%	+10,2%	+22,9%	-9,4%
FTSE4Good Europe	+3,0%	+6,5%	+7,5%	-13,0%	-33,4%
FTSE Europe Developed	+2,9%	+7,1%	+9,0%	-9,3%	Nd
Domini Social EF	Nd	Nd	+9,3%	+3,3%	-3,4%
S&P 500	Nd	Nd	+10,9%	+3,6%	-2,3%

Fuente: FTSE4Good Index Series. Informe febrero 2005; www.domini.com (31/12/2004).

ALGUNOS FONDOS SOCIALMENTE RESPONSABLES

La oferta es variada, aunque hoy por hoy no infinita. Hemos elegido tres fondos socialmente responsables a modo de ejemplo.

Especialmente relevante es comparar su evolución en los últimos años, así como comprobar cuáles son las empresas en las que principalmente invierten estos fondos. Vemos cómo son sobre todo grandes multinacionales del sector petróleo, del sector financiero y del farmacéutico. Todas deben pertenecer a índices de referencia socialmente responsables. La pertenencia a estos índices nos garantiza que estas empresas hacen importantes esfuerzos por contribuir al desarrollo social de su entorno.

Ejemplos de fondos socialmente responsables

	Rentab. 2003	Rentab. 2004	ndice de referencia	5 Principales Valores
JPMF Global Socially Resp. (US\$)	+23,9%	+10,0%	FTSE 4 Good Global Index	Total; Pfizer, Citigroup; Microsoft; Johnson & Johnson
Pioneer Global Ethical Equity (€)	+5,0%	+1,3%	FTSE 4 Good Global 100	Vodafone, Eni, Wells Fargo, Merck, Basf
Credit Suisse Global Sustainability (€)	+8,6%	-0,4%	DJ SAM Group Idx	Prime New Energy, General Electric, British Petroleum Citigroup, HSBC Holdings

Fuente: Bloomberg; fichas de fondos; 5 principales posiciones referidas a 2004-2005.

ESTRATEGIAS DE GESTIÓN ALTERNATIVA

ESTRATEGIA LONG-SHORT: «PARES DE VALORES»

Long significa «largo» en inglés. *Short* significa «corto». Puesto que «estar corto de algo» generalmente significa carecer de ello, en finanzas, cuando hablamos de «ponernos cortos de un valor», estaremos hablando de vender el valor, incluso si no lo tenemos en cartera. Nos pondremos cortos de un valor cuando creamos que este va a caer. Por el contrario nos pondremos largos, o compraremos un valor, cuando creamos que va a subir.

Si *long*, significa comprar, y *short* significa vender, una estrategia *long-short* buscará pares de valores, generalmente correlacionados, que por alguna razón puedan evolucionar de forma opuesta, posicionándose cortos en uno y largos en otro.

Una estrategia *long-short* podría originarse con una visita a la hamburguesería. El sábado voy a McDonald s y pruebo su nueva Big Mac Light. Está buena, y además es más sana. Mis hijos, grandes consumidores de hamburguesas, opinan lo mismo. Al día siguiente, visito Burger King, que ha seguido la misma estrategia que McDonald s. Sin embargo, su King Burger Light es seca e insulsa. Mis hijos me dicen que no se la comen, quieren una King Burger normal con toda su grasa. El lunes, al llegar a la oficina, entro en Internet y me conecto con mi *broker* para hacer las siguientes operaciones: quiero comprar 5.000 US\$ en acciones de McDonald s y ponerme corto, o vender en descubierto, 5.000 US\$ en acciones de Burger King (para ponerme corto de acciones de Burger King tendría que pedir prestados los títulos para venderlos inmediatamente, con la esperanza de poder recomprarlos en un plazo prefijado más baratos y así devolverlos quedándome con las ganancias).

Las estrategias *long-short* se denominan alternativas. ¿Alternativas a qué? A la gestión tradicional que solo compra, es decir, una gestión tradicional nunca se «pone corta». Las estrategias alternativas se

utilizan por los *hedge funds*, pero también por fondos regulados que a diferencia de los *hedge funds* tienen limitaciones en cuanto a su grado de apalancamiento.

EjemPlo de venta en descubierto o *short selling*:

A 31 de enero las acciones de Burger King cotizan a 15 US\$ por acción. Pido prestados 300 títulos con compromiso de devolverlos en un mes. El *broker* me va a cobrar un interés del 3% por prestarme los títulos un mes. Nada más recibir los títulos los vendo en mercado.

Venta de 300 títulos a 15 US\$ = 4.500 US\$

Deberé pagar al *broker* por intereses dentro de un mes 135 US\$ (un 3% de 4.500 US\$), estos 135 US\$ forman parte de los gastos de mi operación de *short selling*.

Al cabo de un mes, las acciones de Burger King cotizan a 12 US\$ por acción, puesto que McDonald s ha ganado mucha cuota de mercado por el éxito de sus hamburguesas *light*, mientras que las de Burger King no han tenido éxito. Recompro entonces las 300 acciones de Burger King para devolvérselas a mi *broker*. El coste es de 3.600 US\$ (300 acciones por 12 US\$).

La ganancia de mi operación de *short selling* es de 725 US\$ en un mes, y realmente no he tenido que aportar nada de mi bolsillo, puesto que las ganancias han financiado los costes financieros y bursátiles de la operación.

Ganancia = importe venta acciones – importe recompra títulos –
intereses – costes corretaje

Ganancia = 4.500 US\$ - 3.600 US\$ - 135 US\$ - 40 US\$ = 725 US\$

Evidentemente, el riesgo está en que las acciones de Burger King hubieran subido en lugar de bajar, puesto que además de correr con los intereses de la operación hubiera tenido que recomprar los títulos más caros, para poder devolverlos, incurriendo en pérdidas. Por eso, el *short selling* es una práctica arriesgada que requiere mucha dedicación por parte del inversor particular. La mayor parte de los particulares prefieren dejar estas prácticas en manos de profesionales comprando

hedge funds o fondos de gestión alternativa que suelen basar al menos parte de su estrategia en el *short selling*.

LA GESTIÓN ALTERNATIVA: NEUTRALIZAR EL RIESGO DE MERCADO

Con el ejemplo de las hamburguesas el inversor particular pretende ganar dinero por dos vías, con la subida de McDonald s y con la caída de Burger King. Sin embargo, los *hedge funds* no buscan exactamente esto. Son más realistas, y saben que lo lógico es que si el mercado cae (tendencia bajista), tanto McDonald s como Burger King caerán. Pero su estrategia (ponerse largos con McDonald s y cortos con Burger King) posiblemente les permitirá neutralizar en cierta medida la tendencia del mercado. Si el análisis llevado a cabo es correcto (las hamburguesas *light* de Burger King se venden peor que las de McDonald s) es muy posible que en un mercado bajista las acciones de McDonald s caigan menos que las de Burger King, permitiendo que las ganancias por la posición corta en Burger King compensen las pérdidas por la posición larga en McDonald s. Con esta estrategia *long-short*, el *hedge fund* hubiera conseguido ganancias a pesar de un mercado bajista, precisamente porque consigue evadir en cierta forma las tendencias del mercado neutralizando ese riesgo.

Generalmente, los *hedge funds* tienen como objetivo ofrecer un determinado retorno sobre la inversión con independencia de la tendencia del mercado. La estrategia *long-short* fue una de las más exitosas durante los años de crisis bursátil. En años alcistas es importante que se elija con éxito el valor en que se ponen largos, puesto que con sus ganancias deberán conseguir que se compensen las pérdidas de la posición corta.

ENTONCES, ¿DÓNDE ESTÁ EL RIESGO?

Buena pregunta. Mediante la toma de posiciones cortas y largas en las cantidades oportunas podemos conseguir neutralizar el riesgo de mercado, pero los *hedge funds* asumen otro tipo de riesgo, en ocasiones

más impredecible que el propio riesgo de mercado que pretenden neutralizar.

Se trata del riesgo de equivocarse en la relación entre los pares de valores elegidos. En el ejemplo de las hamburguesas, si en un mercado bajista Mc Donald's baja más que Burger King, nuestra estrategia *Long-Short* se convertiría en un desastre. Los *hedge funds* realizan sus apuestas *long-short* en base a complejos métodos cuantitativos, regresiones entre valores, oportunidades de arbitraje y demás, pero estas relaciones no son a priori menos volátiles que el propio mercado. Al fin y al cabo, la mayor parte de las relaciones se basan en el comportamiento pasado de pares de valores, y ya sabemos que una regla de oro en el mundo de la inversión es que «rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras».

Por tanto, no es aconsejable que las estrategias *long-short* sustituyan por completo las estrategias tradicionales (*long*) en nuestra cartera. Más bien, las estrategias *long-short* deberían servir como complemento a inversiones tradicionales: así sí se conseguiría reducir el riesgo total de nuestra cartera.

¿INVERTIR O NO INVERTIR EN GESTIÓN ALTERNATIVA?

Una vez que conocemos, al menos a grandes rasgos, la filosofía y el funcionamiento de la gestión alternativa, la pregunta obligada es si debemos o no invertir parte de nuestro dinero en este tipo de productos.

La principal ventaja del *hedge fund* es su falta de regulación, que permitirá al gestor llevar a cabo estrategias apalancadas, vender en descubierto, utilizar derivados, además de invertir a la antigua usanza (comprando sin más un valor) sin limitaciones. Estos fondos persiguen la obtención de un retorno anual concreto, con independencia de si la Bolsa sube o baja, o de cuánto sube o baja. Esto es atractivo para muchos inversores que buscan un retorno estable a su dinero.

Pero no olvidemos que los *hedge funds* tienen riesgo. Lo hemos visto en apartados anteriores y además la historia lo avala. Precisamente por no estar regulados, los *hedge funds* pueden hacer lo que quieran con el dinero de los inversores. No preocupa tanto que la gestora se quede con el dinero del cliente sino que tome decisiones equivocadas, que en un entorno de alto apalancamiento puede llevar a grandes pérdidas. El escándalo del Long Term Capital Management Fund (LTCM) en 1998 es un ejemplo reciente de lo peligrosas que pueden resultar estas inversiones (vase Capítulo sobre Estrategias emergentes). Sin llegar a extremos como el del LTCM, que estaba apalancado en treinta veces su patrimonio, lo que le llevó al desastre al equivocar sus apuestas sobre bonos rusos, lo normal es que ante equivocaciones en la gestión el producto de gestión alternativa pase a ofrecernos un retorno que ni siquiera cubra la inflación, a pesar de haber «prometido» retornos anuales muy superiores.

Un problema adicional de los *hedge funds* en los últimos años es su impresionante crecimiento. En EE UU los activos gestionados por *hedge funds* han pasado de 400.000 millones de dólares en 2001 a 800.000 millones de dólares en 2004. El crecimiento es aún más impresionante si tenemos en cuenta que durante buena parte de este periodo las Bolsas fueron bajistas. En Europa el desarrollo es inferior, con 84.000 millones de dólares bajo gestión en 2004 para este tipo de productos.

La Universidad de Wharton, en EE UU, organizó un panel sobre gestión de inversiones a finales de 2004 para tratar el tema de la gestión alternativa. Siete expertos consultados, representantes de siete importantes gestoras norteamericanas especializadas en gestión alternativa (*long short*), planteaban los siguientes inconvenientes ante el boom de los *hedge funds*:

Menor profesionalidad: la popularidad del concepto de gestión alternativa ha facilitado la entrada en el sector, sobre todo a nivel comercial, de muchos vendedores que carecen de la experiencia necesaria para apoyar el producto, acudiendo a los gestores para que realicen labor comercial en lugar de dedicarse a la evaluación e implementación de nuevas oportunidades de inversión. Los gestores

long short cuentan ahora con días para realizar sus apuestas por pares de valores, cuando antes contaban con semanas. Esta premura termina por afectar a la rentabilidad de los fondos.

Comisiones de gestión: la entrada de tanto dinero en *hedge funds* ha llevado a las gestoras a cobrar comisiones de gestión, independientes de los resultados del fondo (igual que en los fondos de gestión tradicional). Se está olvidando la filosofía inicial de la gestión alternativa en la que la remuneración principal de la gestora estaba ligada a la evolución del fondo.

Restricciones para operar en *small caps*: los *hedge funds* incrementan tanto su tamaño al captar nuevos fondos que pierden la habilidad de invertir en compañías pequeñas (*small caps*), que sufrirían importantes variaciones en su cotización solo con la entrada de un *hedge fund* en su capital, desbaratando cualquier estrategia *long-short*. Por tanto, los grandes *hedge funds* tienen que limitar sus inversiones a los *blue chips* (compañías de alta capitalización bursátil), restringiendo su universo inversor. Además, los *blue chips* suelen estar mucho más vigilados por el mercado y los analistas, presentando menos oportunidades ocultas de inversión. Según los expertos consultados, un *hedge fund* manejable no debería superar los 200 millones de US\$ de patrimonio. La mayoría de los *hedge funds* comercializados superan los 1.000 millones de dólares de patrimonio, dificultando la gestión.

La conclusión es que la gestión alternativa es un buen complemento a la gestión tradicional, pero no debe sustituirla. La gestión alternativa utilizará estrategias *long-short* basadas en oportunidades de arbitraje entre convertibles y acciones, compañías involucradas en eventos corporativos, pares de valores que hayan perdido momentáneamente su correlación o cualquier otra oportunidad que detecten los gestores. Sin embargo, no podemos olvidar que todos los productos de gestión alternativa se alimentan de oportunidades de arbitraje, y estas son un recurso limitado. Con el incremento de volumen en los fondos de gestión alternativa y el propio aumento en el número de este tipo de fondos, las oportunidades limitadas de arbitraje deben repartirse entre

un mayor número de inversores y, por fuerza, los resultados se resienten.

Los *hedge funds* puros, o fondos libres como se les está denominando en España, tienen la ventaja de poder apalancarse prácticamente sin ningún límite. La confianza en el gestor del *hedge fund* debe ser, por tanto, absoluta. Cuanto más opaco es el producto, más riesgo tiene.

ESTRATEGIAS DE ARBITRAJE: «COMO SI FUERAS GEORGE SOROS»

20

Una de las primeras cosas que suelen enseñar en las escuelas de economía es que los mercados financieros son eficientes. Yo diría que más que ser eficientes, tienden a serlo, pero en múltiples ocasiones las pequeñas ineficiencias del mercado presentan oportunidades de arbitraje.

Los ejemplos son numerosos. Algunos pueden arbitrarse por el inversor particular de forma directa; aunque en la mayor parte de los casos, es conveniente hacerlo a través de fondos de inversión especializados en arbitraje, que además de tener mucho más volumen con lo que minimizan el peso de los gastos de intermediación, suelen apalancarse multiplicando las oportunidades de arbitraje de forma mediante opciones y futuros.

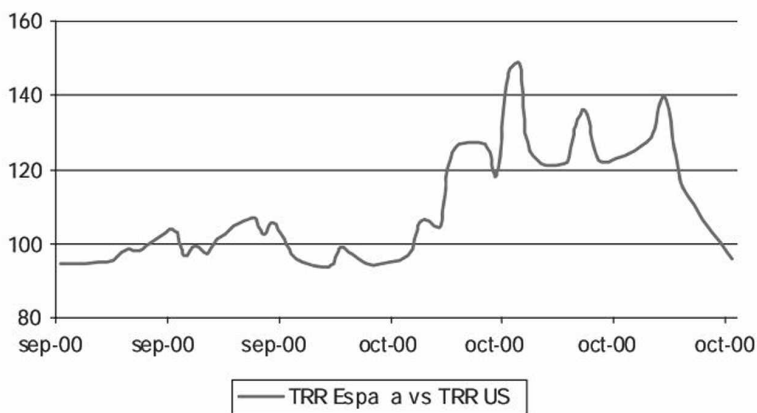
¿QUÉ ES UNA OPORTUNIDAD DE ARBITRAJE?

Los libros de economía definen el arbitraje como la oportunidad de comprar un bien (financiero o no), a un precio e inmediatamente venderlo a un precio mayor. Si compro un activo a 10 €, y lo vendo de forma inmediata a 15 €, los 5 € de diferencia son mi beneficio de arbitraje, que deberá ser suficiente para cubrir los posibles gastos de intermediación, de financiación u otros que pueda tener la operación.

Un mismo activo, dos mercados: un tipo de arbitraje es el que se da cuando podemos arbitrar con el precio del mismo activo en dos mercados diferentes. Por ejemplo, en agosto del año 2000, las acciones de Terra cotizaban en el mercado americano y en el español. En EE UU, las acciones de Terra empezaron a perder terreno antes

que en España. Aparte de que allí el pinchazo tecnológico fue más brusco, también influyó el hecho de que, al fusionarse con Lycos, muchos inversores norteamericanos que tenían acciones en el portal de Internet americano no querían ser accionistas de una empresa española. El resultado es que se podían comprar acciones de Terra, compradas en EE UU en dólares a 39,5 US\$, y venderse en el mercado español en a 44,94 €, con una ganancia del 2,5% (considerando un tipo de cambio €/US\$ de 0,9001). La oportunidad se dio durante un corto periodo de tiempo, puesto que la ineficiencia del mercado termina por corregirse. Por un lado suben los precios de Terra en EE UU porque los arbitrajistas se dan cuenta de que existe una oportunidad, y por otro se corre el peligro de que Terra en España reinicie su senda descendente (sin embargo, ocurrió todo lo contrario dado que Telefónica garantizaba una ampliación de capital en Terra a 62 €). Además, el inversor tiene que calcular si le merece la pena correr con los gastos de traspasar las acciones de Terra de EE UU a España para poder venderlas a mayor precio en el mercado español, y por último, debe calcular si los costes de intermediación y las comisiones por cambio de divisa no se comen su beneficio. Para

**Cotización de Terra en los mercados de EE UU y España en
septiembre-octubre 2000, en euros.**



Fuente: Bloomberg.

la mayor parte de los inversores particulares la oportunidad de arbitraje era inviable, tanto por los costes como por la dificultad de traspasar los títulos de un depositario americano a otro español. Los fondos de arbitraje aprovecharon la oportunidad.

Dos activos distintos, un mismo mercado: al igual que en el ejemplo anterior existe una ineficiencia, pero en este caso se ciñe a un único mercado aunque afecte a dos activos distintos, generalmente ligados entre sí. Para comprender cómo funcionan estas oportunidades de arbitraje nos sirve de nuevo el ejemplo de Terra a finales de agosto del año 2000. Recordamos que Terra había anunciado la adquisición de Lycos en mayo de ese año, pero la ampliación de capital para absorber la compañía americana no se produjo hasta agosto. En el momento en el que se publicó la ecuación de canje se supo que cada acción de Lycos se canjearía por 2,15 acciones de Terra. La situación en el mercado era la siguiente:

Terra en EE UU cotizaba a 39,55 US\$.

Lycos (también en EE UU) cotizaba a 68 US\$.

Sin embargo, atendiendo al canje propuesto, la valoración de cada acción de Lycos según lo que cotiza Terra es de 85,03 US\$ ($39,55 \text{ US\$} \times 2,15 = 85,03 \text{ US\$}$).

Esta claro que yo, como arbitrajista que soy, compraré Lycos hoy a 68 US\$ con la esperanza de poder vender las 2,15 acciones de Terra que me darán a cambio de mi acción de Lycos por un importe total de 85 US\$ cuando se complete el canje de la operación. La ganancia sería del 25%.

Problema de esta operación: la ineficiencia que existe hoy con este canje, ya que puede no mantenerse el suficiente tiempo como para que concluya el canje. Es decir, en el momento del canje, es probable que las acciones de Terra hayan bajado y al multiplicar su precio por 2,15 obtenga mucho menos que 85 US\$. Corro el riesgo de que incluso hayan caído tanto que al vender las acciones de Terra obtenidas por el canje cobre menos de 68 US\$, que es lo que he pagado por la acción de Lycos.

Solución al problema: al tiempo que compro Lycos a 68 US\$ por acción, con la esperanza de ganar un 25%, vendo acciones de Terra en descubierto (pidiéndolas prestadas ante la posibilidad de recomprarlas más baratas cuando se complete el canje). De esta forma, cubro mi riesgo de una posible caída de Terra.

¿Qué ocurrió en realidad? El día que se aprobó la fusión de Terra con Lycos (fin octubre de 2000) y se produjo el canje, Lycos cotizaba a 43 US\$, y las acciones de Terra en EE UU que obtengo por el canje cotizan a 20 US\$. Es decir, si he decidido arbitrar la operación sin cobertura, me he arruinado porque he comprado Lycos a 65 US\$ con la esperanza de vender las acciones de Terra que obtendría del canje a 85 US\$, y la realidad es que he podido vender las acciones de Terra procedentes del canje a 43 US\$. Es decir, he perdido 22 US\$ por cada acción que compré de Lycos o un 33% de mi inversión. Además tendría que sumar a mis pérdidas el coste de financiar la operación y el coste de oportunidad de no haber comprado algo más interesante.

Si me hubiera cubierto con la operación de venta de Terra en descubierto, por ese lado hubiera ganado casi un 100%. Vendí acciones de Terra que había pedido prestadas al banco a 39,55 US\$, y las recompré dos meses más tarde para devolvérselas al banco a 20 US\$, casi la mitad. Es decir, por cada 20 US\$ invertidos, gané 19,55 US\$. Incluso con el coste de financiar la operación de venta en descubierto (lógicamente el banco me habrá cobrado intereses por prestarme las acciones de Terra durante dos meses), el dinero ganado será suficiente como para compensar la pérdida de la operación de compra de Lycos con la que había perdido un 33%.

Normalmente las operaciones de arbitraje tienen al menos dos patas, como en el ejemplo que acabamos de ver, cuando no más. Su complejidad y sus costes financieros limitan la participación de inversores particulares. Por el contrario, han sido una verdadera mina de oro para fondos de arbitraje y *hedge funds* en los últimos años.

¿CÓMO FUNCIONA EL ARBITRAJE EN CONVERTIBLES?

Existen múltiples maneras de arbitrar entre activos y mercados en el mundo financiero. Las oportunidades, sin embargo, son limitadas, por lo que cuanto más arbitrajistas haya en el mercado, menor será el beneficio medio que obtenga cada uno. Esto explica por qué en los últimos años la evolución de la rentabilidad de los fondos de arbitraje es inversamente proporcional al número de fondos de esas características que intentan explotar este mercado. Vamos a ver un par de productos que se prestan bastante bien al arbitraje

ARBITRAJE EN CONVERTIBLES. HISTORIA RECIENTE, UN CAMINO DE IDA Y VUELTA

El arbitraje en convertibles ha sido uno de los más exprimidos por este tipo de fondos en los últimos años. En el arbitraje puro y duro, el inversor compra bonos convertibles de una compañía, que darán un interés durante un tiempo y que luego pasarán a convertirse en acciones de esa compañía que podrán venderse a un precio superior. Sin embargo, los fondos de arbitraje han estado haciendo algo más que esto, y les ha salido muy bien en «casi» todas las ocasiones.

El colapso tecnológico del año 2000, los escándalos contables de 2001-2002 y las subsiguientes suspensiones de pagos de compañías consideradas de primera fila como Worldcom y Enron han supuesto ping es beneficios para el arbitraje en convertibles.

Elijo una empresa con problemas. Para arbitrar en convertibles se hace una doble apuesta:

Compro los bonos convertibles de una compañía.

Vendo en descubierto (pidiendo prestadas acciones) las acciones de la compañía.

De esta forma, el beneficio es doble: por un lado cobro los intereses de los bonos convertibles (que generalmente son bastante altos puesto que la empresa tiene problemas y necesita dinero) aunque tenga que pagar

altísimos tipos de interés; por otro lado puesto que la empresa tiene problemas, sus acciones cotizarán a la baja y podré recomprar las acciones que vendí en descubierto a un precio menor, ganando la diferencia.

Al igual que con el ejemplo de Terra y Lycos, el inversor está cubierto, puesto que si la empresa quiebra y no puedo cobrar los intereses de mis convertibles, todo el beneficio vendrá por la venta en descubierto de las acciones, que se hundirán en Bolsa. Además hay que tener en cuenta que el inversor en bonos convertibles siempre tiene mayor cobertura legal que el inversor en acciones en caso de quiebra, por tanto, cuando el equipo gestor de la compañía trata de salvarla mediante un proceso de recapitalización, suele hacerlo a costa de los accionistas, no de los bonistas.

En caso de que la empresa termine por quebrar y se vendan todos activos, el bonista cobra antes que el accionista. Durante los años bajistas de Bolsa que siguieron al pinchazo de la burbuja tecnológica (2000-2002), los fondos de arbitraje en convertibles se encontraban entre los más rentables del mercado. Pasados esos años, los fondos de arbitraje en convertibles han tenido que ir hilando cada vez más fino para encontrar oportunidades interesantes de arbitraje, invirtiendo en compañías con problemas de financiación, cada vez más escasas.

En cualquier caso, la estrategia ha seguido funcionando hasta que los bonos convertibles han empezado a ir peor que las acciones de esas empresas. Un ejemplo es lo ocurrido en el sector autos en el año 2005.

Tanto General Motors como Ford han atravesado problemas financieros importantes. Sus bonos convertibles pagaban un buen interés puesto que las empresas automovilísticas necesitaban financiarse, y tenían que pagar una prima a los bonistas por el riesgo que corrían. Al tiempo que los bonos pagaban un buen interés, las acciones caían debido a las malas perspectivas del sector. Sin embargo, a primeros de mayo de 2005, las acciones de General Motors se dispararon al conocerse que Kirk Kerkorian, uno de los

más importantes inversores norteamericanos, estaba dispuesto a comprar acciones de GM por valor de 22 millones de US\$ con una prima del 15% sobre su precio de mercado. Al poco de conocerse esta noticia, la agencia crediticia S&Ps rebajó la calificación de los bonos de Ford y General Motors al nivel de bonos basura, generando caídas en el precio de los bonos convertibles de ambas compañías que sumaban más de 32.000 millones de US\$, pérdida histórica en el mercado de bonos corporativos, incluso contando con empresas quebradas. La inversión de Kerkorian en General Motors generó una subida de 4.800 millones de US\$ en la capitalización bursátil de los dos grandes fabricantes de autos americanos, GM y Ford. Ambos efectos combinados generaron una verdadera sangría entre los fondos de arbitraje de convertibles.

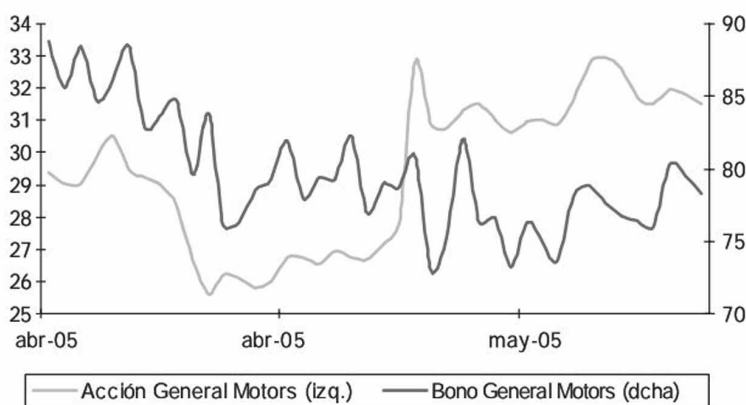
El problema para las estrategias de arbitraje en convertibles es que el mercado sobreexplotaba estas oportunidades y ahora se enfrentan a la situación opuesta:

Las empresas que tradicionalmente estaban en el punto de mira de los arbitrajistas se reestructuran, provocando mayores ganancias para sus accionistas que para sus bonistas.

Los inversores como Kerkorian, las empresas de capital riesgo e incluso los *hedge funds* compran solapadamente acciones de empresas infestadas de arbitrajistas, anunciando a posteriori OPAs totales o parciales sobre estas empresas y expulsando del mercado a estos arbitrajistas.

Los inversores particulares en fondos de arbitraje, preocupados por las pérdidas, comienzan a sacar su dinero de estos fondos obligando a los gestores a deshacer posiciones precipitadamente, con lo que se agravan aún más sus pérdidas.

Los *traders* se aprovechan de esta situación cargándose de acciones en las que los arbitrajistas se habían puesto cortos, y así provocando que su subida sea más pronunciada.

Evolución de las acciones y los bonos de General Motors en abril-mayo 2005.

Fuente: Bloomberg.

En definitiva, arbitrar es complicado y no puede hacerlo cualquiera. Como es habitual en los mercados financieros, al final todo tiende a revertir a su media, por lo que la misma estrategia de arbitraje no puede ser válida por mucho tiempo.

ESTRATEGIAS *EVENT DRIVEN* (BASADAS EN ACCIONES CORPORATIVAS)

Entre las estrategias de gestión alternativa, una de las que ha probado ser más independiente de los avatares del mercado es la estrategia *event driven*.

Esta estrategia se dedica a tomar posiciones cortas o largas en empresas que están atravesando algún tipo de operación corporativa o cambio significativo en su gestión. Se trata de posicionarse antes que el resto del mercado ante posibles fusiones, OPAs, escisiones, suspensiones de pagos, recapitalizaciones de compañías con problemas financieros y OPVs. El gestor tomará posiciones largas (comprar) o cortas (vender) en cada valor en función de las expectativas del evento corporativo en cuestión.

MARCADA INDEPENDENCIA RESPECTO AL MERCADO...

En momentos de fuerte turbulencia en los mercados financieros esta estrategia ha probado ser altamente independiente de la tendencia del mercado. Por ejemplo, ante colapsos del mercado como los del mes de octubre de 1987, febrero de 1994 o agosto/septiembre de 1998, algunos fondos *event driven* consiguieron rentabilidades superiores al 18%. Las apuestas a la baja en compañías con problemas financieros dan todos sus frutos en momentos de pánico en el mercado, en el que se produce una huida hacia la calidad. En septiembre de 2001, mes en el que se produjeron los atentados a las Torres Gemelas de Nueva York, los fondos *event driven* subieron de media un 3,65%.

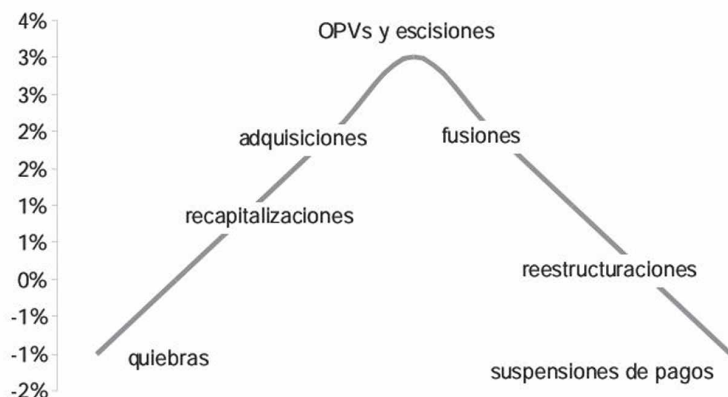
Otro dato que pone de manifiesto la independencia de esta estrategia respecto a la tendencia del mercado es la evolución media de los fondos *event driven* en los primeros nueve meses de un mal año para la Bolsa (2001), que fue del 7,9%, muy similar al 8,8% medio para el mismo periodo desde 1994.

... PERO NO DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

Las estrategias *event driven* son bastante independientes respecto a la tendencia del mercado, pero no puede decirse lo mismo del entorno macroeconómico. El razonamiento es evidente: la evolución de la economía marcará qué tipo de eventos corporativos van a producirse durante el año. En el pasado reciente, debido a la crisis económica, los años 2001 y 2002 fueron fecundos en suspensiones de pagos, proporcionando buenas oportunidades para invertir en compañías con problemas financieros, bien vía bonos, a la espera de una suspensión de pagos que dé el control de la compañía a los bonistas, o bien vía acciones, si hay esperanzas de recuperación. Sin embargo, durante estos dos años, un fondo *event driven* basado en acudir a OPVs tuvo que sufrir una larga y árida travesía del desierto, puesto que debido también a la crisis económica, apenas vimos salidas a Bolsa. No había apetito inversor por nuevas compañías en el mercado. Por el contrario, durante los últimos años de la década de los noventa los fondos *event driven* especializados en OPVs proliferaban, ante la gran cantidad de salidas a Bolsa que propició el *boom* tecnológico.

Los momentos alcistas del ciclo económico son perfectos para apostar por fusiones, adquisiciones y escisiones.

Eventos corporativos según el momento del ciclo económico.



Fuente: Self Trade Bank.

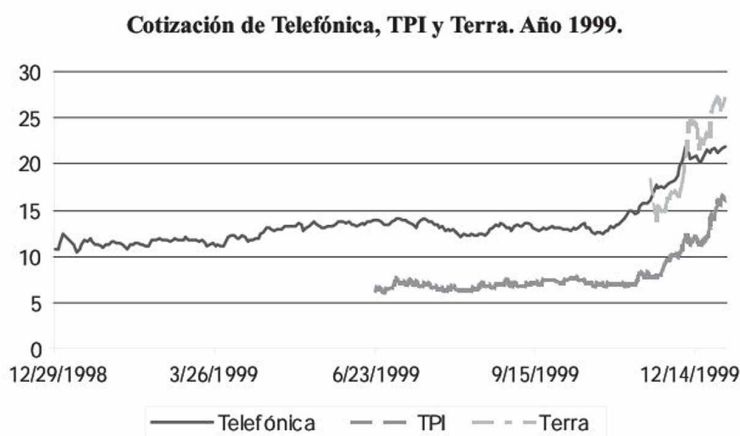
¿CÓMO FUNCIONAN ESTOS FONDOS?

Generalmente, un fondo *event driven* no se centra en un único tipo de evento corporativo. Suele diversificarse entre distintos tipos de eventos, que podríamos clasificar en:

Situaciones especiales: son los eventos corporativos que entrañan menor riesgo, y por tanto suelen tener retornos moderados.

Escisiones: generalmente se producen cuando la economía va bien. Las compañías deciden escindir una división, bien entregando acciones de la nueva empresa como dividendo a sus antiguos accionistas, bien a través de una ampliación de capital y una OPV. Si la división escindida tiene un buen comportamiento en Bolsa, se reflejará en las acciones de la compañía matriz. En 1999 Telefónica realizó la escisión de TPI (junio) y de Terra (noviembre), sacándolas a bolsa. Telefónica aprovechó el *boom* de las compañías tecnológicas para sacar a Bolsa sus dos filiales relacionadas con Internet, dejando que el mercado diera su valoración de un negocio que antes estaba oculto. Un fondo *event driven*, a la vista de lo que habían hecho otras operadoras de telecomunicaciones europeas

(Telecom Italia se anticipó a Telefónica sacando a Bolsa su filial de Páginas Amarillas), podría haber comprado acciones de Telefónica en enero de 1999 en previsión de que hiciera algo similar. Las ganancias hubieran sido cuantiosas (Telefónica dobló su precio en el año).

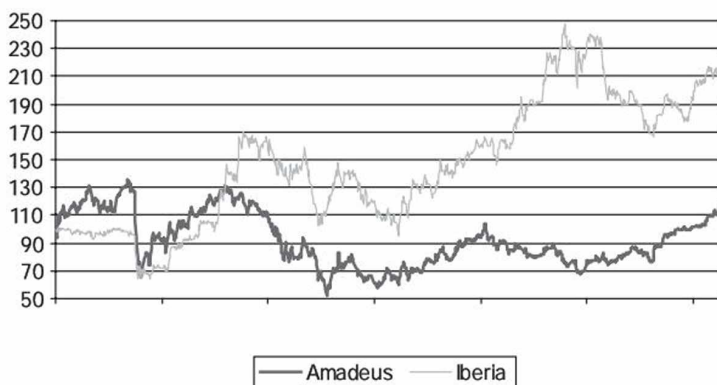


Fuente: Bloomberg.

Catalizador que aflora/destruye valor: muchas compañías, especialmente las de pequeña y mediana capitalización, pueden tener activos valiosos que el mercado no reconoce. En la mayor parte de las ocasiones, los analistas financieros sí reconocen la existencia de este valor oculto, otorgando valoraciones objetivo muy interesantes. Sin embargo, si no hay un catalizador a corto plazo que permita aflorar este valor oculto, lo más probable es que la cotización de la compañía no repunte. Los fondos *event driven* se especializan en identificar catalizadores que previsiblemente aflorarán el valor oculto de estas compañías en el corto plazo. Podría tratarse de la venta de una participación de los activos inmobiliarios para una cadena hotelera; la aprobación de una ley que fomente las energías renovables en EE UU sería un buen catalizador para una compañía como Gamesa. Del mismo modo,

un fondo *event driven* puede posicionarse a la baja en un valor que puede sufrir un revés en su valoración. Fue uno de los problemas de Amadeus ante la desregulación del sector de sistemas globales de reservas en EE UU, que unido a los problemas del sector turismo derivados de los atentados islamistas, propició la venta del GDS a un grupo de capital riesgo. La anticipación a cualquiera de estos eventos forma parte de la estrategia de un fondo *event driven*.

Cotización de Amadeus vs Iberia. Año 2001-2004. Base 100 abril 2001.



Fuente: Bloomberg.

En el gráfico se aprecia como ya en 2004, Amadeus apenas había conseguido recuperarse del varapalo de los atentados de Nueva York de 2001, mientras que Iberia, que depende igual que Amadeus de la evolución del turismo y que además ha sufrido un incremento importante de costes por la subida del precio del crudo, en 2004 había multiplicado por más de dos veces su cotización anterior a los atentados de las Torres Gemelas. La culpa de la mala evolución de Amadeus estuvo en la desregulación sectorial, algo que pudieron anticipar los fondos *event driven* en su momento, al igual que anticiparían a mediados de 2004 que había llegado el

momento de que Amadeus fuera adquirida por un tercero, como efectivamente sucedió en 2005.

Litigios: un ejemplo evidente es el de Microsoft, que lleva años luchando contra las autoridades de la competencia europeas y americanas por el monopolio de su sistema operativo Windows. Expertos juristas han asesorado a fondos *event driven* para tomar posiciones largas o cortas según las previsiones del próximo paso en el juicio. Las tabaquerías son otro filón para los fondos *event driven*. Cuanto más pequeña sea la compañía involucrada en el litigio, mayor será el beneficio o la pérdida generada por el resultado del juicio. Rambus, diseñadora de chips de memoria, lleva años defendiendo la autenticidad de sus patentes ante fabricantes de chips de todo el mundo. La mayor parte de los vaivenes en su cotización dependen del resultado de estos litigios como puede verse en el gráfico.

Cotización Rambus. Año 2001-2005.

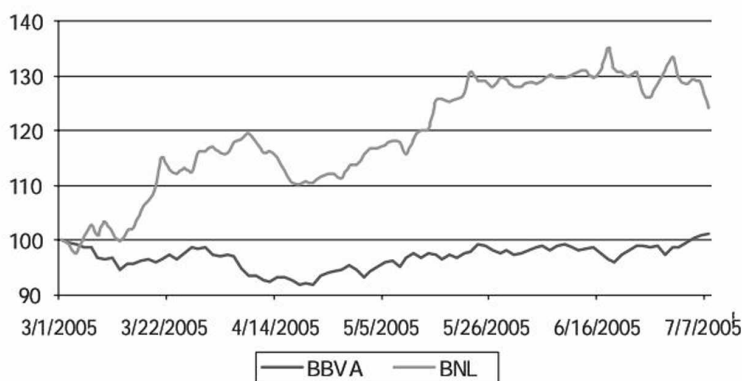


Fuente: Bloomberg.

Arbitraje agresivo: los eventos corporativos más agresivos, que involucran a dos o más compañías, se prestan a estrategias *long-short*. Es el caso de las OPAs hostiles, las fusiones (preanunciadas o no), las adquisiciones amistosas, la absorción de filiales, etc.

OPAs problemáticas: ante una OPA, generalmente la compañía que realiza la oferta cae y la que recibe la oferta sube; cuanto más problemática sea la OPA para el comprador, más acusados serán estos movimientos a la baja y al alza. Los problemas fundamentales en una OPA se generan si esta es hostil (sin apoyo del consejo), si hay contraOPAs o si una parte importante del accionariado se opone a la operación, propiciando un incremento en el precio de la oferta inicial. Esta ha sido la situación que ha sufrido el banco español BBVA ante su OPA sobre el italiano BNL (hecha pública oficialmente en marzo de 2005). Generalmente, cuanto más se prolonga el proceso de OPA, mayor oportunidad de arbitraje hay para los fondos de gestión alternativa. La idea es ponerse largo en BNL, que llega a ganar un 35% en los cinco meses posteriores al anuncio de la OPA, y corto en BBVA.

Cotización BBVA y BNL marzo-julio 2005 (base 100 marzo 2005).



Fuente: Bloomberg.

Fusiones/Absorciones: las fusiones «entre iguales» casi nunca lo son. Generalmente hay un comprador y un comprado. El comprador suele verse penalizado en Bolsa, incluso si no hay problemas como los que veíamos en el apartado anterior. Fue el

caso de Banco Santander al anunciar su oferta sobre Abbey National. En el caso de las absorciones, también puede haber anticipación por parte de fondos *event driven*. En 1999-2000 las operadoras de telecomunicaciones europeas decidieron escindir sus divisiones de Internet y telefonía móvil para aflorar su valor dado que el mercado acompañaba. En 2004-2005, la tendencia fue exactamente contraria. Deutsche Telekom reabsorbe su filial de Internet T-Online, France Telecom hace lo mismo con Orange y Wanadoo, y Telecom Italia anuncia la reabsorción de Telecom Italia Mobile. En España, TPI, Terra y Telefónica Móviles acaparan buena parte de la atención de inversores particulares y también de fondos *event driven*. La apuesta es particularmente fuerte en el caso de Terra, que termina por recibir una oferta de fusión por parte de Telefónica previa devolución de nominal a sus accionistas. Los fondos *event driven* estuvieron en Terra justo en el momento adecuado, comprando a finales de 2004, pocos meses antes de que los rumores de absorción dieran finalmente sus frutos (febrero de 2005).

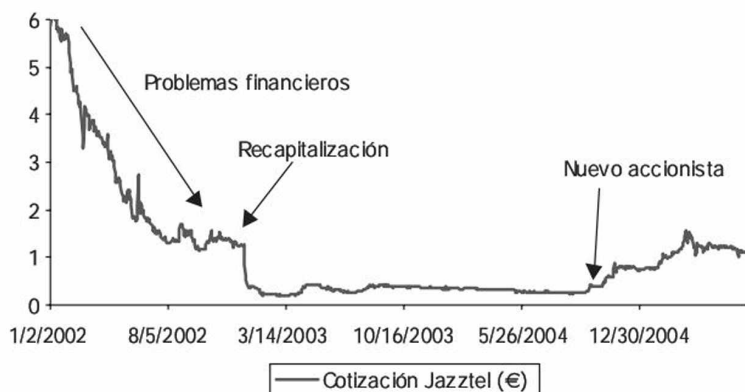
Cotización de Terra (1 año).



Fuente: Bloomberg.

Compañías con problemas: son un auténtico filón en momentos de crisis económica para jugar al arbitraje, poniéndose largos de bonos convertibles y cortos de acciones (vase Capítulo dedicado al arbitraje). Ante una suspensión de pagos las acciones se hundirán y los bonistas se harán con la compañía en los procesos de recapitalización. Cuando la economía empieza a repuntar, las apuestas de los fondos *event driven* se centran en cambios de accionista y equipo gestor. Jazztel ha pasado por todas estas fases. Si miramos la cotización de la compañía vemos cómo fue cayendo hasta prácticamente desaparecer cuando la compañía estuvo cerca de suspender pagos y procedió a recapitalizarse, dando la mayoría del capital a los bonistas (era el momento de ponerse corto), para luego repuntar ante el cambio de accionista de referencia y equipo gestor (entrada en el capital de Leopoldo Fernández Pujals en septiembre de 2004). La historia de Jazztel se ha repetido en numerosas compañías surgidas del boom tecnológico de finales de los noventa en Europa y EE UU.

Cotización de Jazztel (2000-2005).



Fuente: Bloomberg.

Para anticipar todos estos movimientos, un buen fondo *event driven* debe tener, además de un buen equipo de analistas financieros, especialistas en temas judiciales, legislativos, inmobiliarios, y sobre todo un profundo conocimiento del mercado. Las mejores oportunidades se darán en compañías pequeñas, precisamente por tener una estrategia menos conocida por el mercado. Por eso es fundamental que un fondo *event driven* tenga fuerte presencia local.

ESTRATEGIA DE LA OPINIÓN CONTRARIA: «COMO SI FUERAS CAROD ROVIRA»

Ir en contra de la mayoría puede hacerte sentir como un paria, pero es un método válido para batir al mercado. De hecho, en el mundo bursátil el inversor que se rige por la opinión contraria a menudo es considerado como un gurú. Hay que ser de una pasta especial para seguir la estrategia de la opinión contraria. En muchos casos, es una cuestión de carácter.

INVERSOR CONTRARIO: ¿INDEPENDIENTE O EXCÉNTRICO?

Les vemos constantemente en la vida cotidiana. Son personas que salen de casa con paraguas un día de pleno sol, o que hacen las compras de la próxima Navidad en las rebajas de enero. Un inversor contrario es consecuente con sus convicciones, y sería perfectamente capaz de vender su casa en el pico del mercado inmobiliario e irse a vivir de alquiler esperando a que bajen los precios para volver a comprar una vivienda a buen precio. Muchos piensan que sería lo más inteligente, pero pocos llegan a hacerlo. Es un ejemplo de otra característica del inversor contrario, la valentía a la hora de tomar decisiones arriesgadas en contra de la mayoría.

Generalmente una persona de estas características huye de las masas, odia las colas, no suele comprar nada que no esté rebajado y no se deja influir por las modas. Por ejemplo, no tendría ningún problema en irse de vacaciones a las playas desiertas del Índico después de un atentado contra los intereses turísticos del país.

¿QUÉ VENTAJA ME DA LA OPINIÓN CONTRARIA EN EL MUNDO BURSÁTIL?

La estrategia de la opinión contraria en Bolsa parte de dos premisas básicas:

Todo termina por tender a la media.

Los inversores se mueven como rebaños, impulsados por oleadas de optimismo o de pesimismo irracional y masivo.

Partiendo de estas dos hipótesis, y posicionándonos en contra de la mayoría en momentos álgidos de euforia o de pesimismo, conseguiré anticipar tendencias y maximizar mis ganancias en Bolsa.

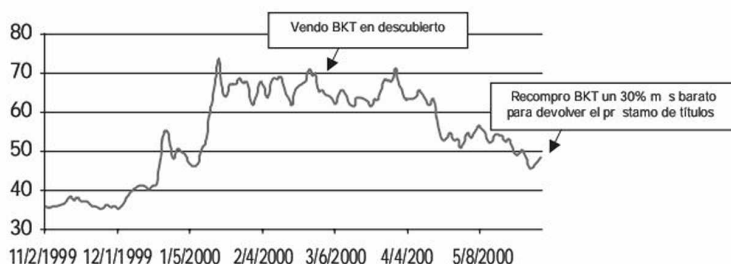
Entre las anécdotas más manidas del mundo bursátil está la del potentado industrial norteamericano, que a finales de la década de los veinte sale una mañana de su domicilio. El portero de su lujosa vivienda le comenta que ha comprado unas acciones de una compañía de acero. Poco después coge un taxi y el taxista, al verle trajeado y con aspecto importante, le pregunta que en qué puede invertir la ganancia de unas acciones que acaba de vender. De vuelta a su oficina el ascensorista con mirada cómplice le confiesa que acaba de comprar acciones de uno de los principales bancos del país porque ha escuchado en el ascensor a dos empresarios hablando de una OPA sobre la entidad. Nuestro hombre de negocios llega a su despacho, levanta el teléfono y llama a su *broker* con orden tajante de vender absolutamente todas sus acciones en Bolsa. Dos semanas después se produjo el famoso *crack* de 1929.

Esta historieta ilustra perfectamente la filosofía del inversor que sigue la opinión contraria. Si repentinamente individuos que nunca han invertido en Bolsa, y mucho menos especulado, se interesan por el mercado y juegan a comprar y vender acciones como si echaran la quiniela del fútbol, es momento para vender. La euforia se ha apoderado del mercado y más vale salir y esperar a que bajen los precios. Hoy no solo saldríamos del mercado vendiendo nuestras acciones en Bolsa, sino que utilizaríamos estrategias con derivados

para ganar dinero con mercados bajistas, o venderíamos en descubierto. Esta estrategia consiste en vender títulos que tomo prestados de un tercero con el compromiso de devolverlos en un plazo determinado, momento en el que según mi apuesta podrán comprarse mucho más baratos, con lo que habré sacado un fantástico beneficio.

EJEMPLO DE VENTA EN DESCUBIERTO

Cotización Bankinter noviembre 99-mayo 00.



A finales de 1999 Bankinter, como cualquier valor ligado a la tecnología (Bankinter había lanzado con éxito su *broker* por Internet), se infla con la burbuja bursátil. El ambiente de euforia que se respiraba a finales de 1999 y comienzos del año 2000 era más que evidente para cualquier inversor mínimamente contrario. Ante esta oportunidad de ganar con mercados a la baja llevo a cabo la siguiente estrategia:

28-feb-2000: pido a mi *broker* prestados 1.000 títulos de Bankinter, que cotiza a 65,45 €. Debo devolvérselos dentro de tres meses. El banco me cobra un tipo de interés del 8% anual. Puesto que voy a tener los títulos un trimestre, el coste de la financiación es de 1.309 €. ($65,45 \text{ €} \times 1.000 \text{ títulos} \times 0,08 / 4$). Ese mismo día, vendo los títulos y me meto en el bolsillo 65.450 €. Restando el coste de la financiación, me quedan netos 64.141 €.

28-may-2000: tengo que devolver al banco 1.000 títulos de Bankinter, han pasado ya tres meses. Bankinter cotiza a 45,50 €, un 30% por debajo del precio al que vendí los títulos que me prestó mi

broker. Acudo al mercado y compro los 1.000 títulos, que me cuestan 45.500 €. Se los devuelvo al banco.

Ganancia de la operación: importe de la venta de los títulos prestados (64.500 €) —coste de la financiación (1.309 €)— importe de recomprar los títulos para devolverlos al cabo de tres meses (45.500 €) = **18.641 €**.

Conclusión: sin poner ni un euro de su bolsillo, este inversor contrario ha conseguido ganar 18.644 € en tres meses con mercados bajistas. Supo ir a contracorriente en el momento adecuado. El riesgo es evidente. Si Bankinter, en lugar de caer un 30% hubiera subido un 10%, el inversor no solo se queda sin ganancias sino que tiene que asumir las pérdidas de comprar más caro de lo que vendió. Con una gestión disciplinada del riesgo el inversor podrá limitar estas pérdidas, pero nunca evitarlas.

¿LOS CONTRARIOS SOLO APUESTAN A LA BAJA?

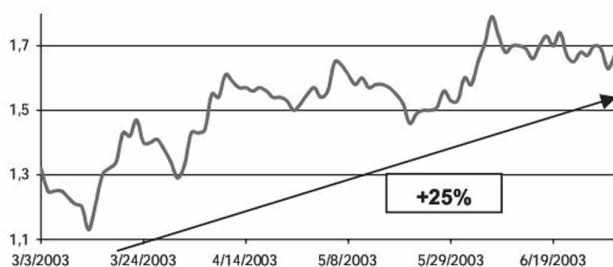
En absoluto. Tan apetecible para un inversor contrario es un mercado eufórico como un mercado hundido el pesimismo. Las oportunidades de ganar son las mismas. Recordemos que para un contrario todo tiende a la media, así que un mercado sobrevendido tenderá a subir.

En marzo del año 2003 el nivel de pesimismo en el mercado era simplemente el reflejo de la situación mundial. La crisis económica de los dos años anteriores, agravada por los atentados del World Trade Center en septiembre de 2001, tenía como guinda la guerra de Irak y la epidemia asiática del SARS. Con este panorama, nadie quería oír hablar de la Bolsa, y mucho menos de valores asociados al turismo, como las aerolíneas o las compañías hoteleras.

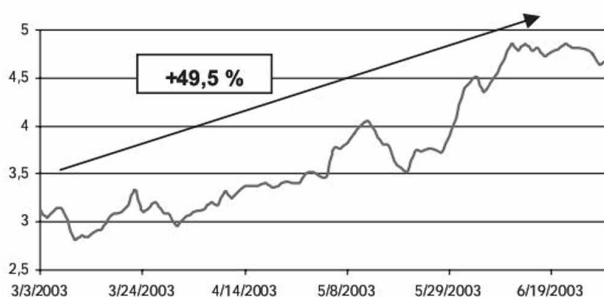
Nadie quería invertir en Bolsa, excepto los estrategas de la opinión contraria. El mercado estaba baratísimo, la economía empezaba a repuntar, la guerra, aun siendo una mala noticia para la estabilidad geopolítica mundial, era una fuente de gasto público que ayudaría a la economía norteamericana. Era el momento de dar la vuelta a la tendencia y que los índices bursátiles volvieran a sus niveles medios.

El inversor contrario se frotaba las manos. Un mercado hundido anímicamente es una oportunidad de libro para invertir. Masoquistas para la mayoría, los contrarios hubieran invertido en esos momentos en los sectores más vilipendiados por la opinión pública, los relacionados con el turismo. En cuatro meses, Iberia subió más de un 25% y Sol Meliá casi un 50%.

Cotización Iberia (marzo-julio 2002).



Cotización Sol Meli (marzo-julio 2003).



¿POR QUÉ NO HAY MÁS INVERSORES CONTRARIOS?

Es lógico que en este punto de la lectura nos preguntemos por qué no hay más inversores contrarios si el método funciona tan bien.

En primer lugar, si todo el mundo actuara como un inversor contrario no existirían situaciones de euforia ni de pánico, y no habría oportunidad de llevar la contraria a la masa. En segundo lugar hay que tener en cuenta que hay pocas cosas tan incómodas como llevar la contraria y equivocarse al mismo tiempo. La humillación de ir en contra de la mayoría, cuando la mayoría tiene la razón, es mucho peor que equivocarse arropado por la masa. En tercer lugar, tanto la educación que solemos recibir como la sociedad en la que vivimos tiende a hacernos pensar que la opinión mayoritaria es la opinión correcta. Es complicado ir contra el mercado cuando una de sus principales máximas es que «la tendencia es tu amiga» (*the trend is your friend*).

ALGUNOS INDICADORES TÉCNICOS

La estrategia de invertir según la opinión contraria lleva años desarrollándose en el mercado. Existen foros y páginas de Internet centradas en este asunto tanto en EE UU como en Europa. Los inversores contrarios han desarrollado determinados indicadores a vigilar para anticiparse a los cambios de tendencia en la Bolsa. Destacamos los siguientes:

TAMAÑO DE LAS ÓRDENES

En teoría, si vigilamos qué tipo de órdenes predominan en el mercado podremos saber si predominan las operaciones de grandes inversores institucionales, como los fondos de inversión profesionales, o si predominan las de pequeños inversores particulares.

Cada empresa tiene un tamaño de orden medio. Generalmente la opinión es que las órdenes de compra o venta de menos de cien títulos (1-99) proceden de particulares, mientras que las que se realizan en múltiplos de cien son de instituciones.

Según este indicador, cuando las órdenes de compra predominantes son pequeñas, estamos llegando al pico de un ciclo de euforia. Los profesionales ya habrían comprado hace tiempo y ahora son los pequeños inversores los que se están apuntando a la subida, agotando sus últimos coletazos. Probablemente los profesionales empezarán a

vender pronto así que el inversor contrario puede anticiparse y comenzar a vender ya.

Si lo que predomina son órdenes de venta pequeñas, la situación es la contraria. Los particulares llevan ya tiempo pensando en vender porque la tendencia es bajista, llega un momento en el que no aguantan más y en masa acuden todos a sus *brokers* para que les saquen de Bolsa. Generalmente esta sería una señal de pesimismo irracional que el inversor contrario podría aprovechar para comprar.

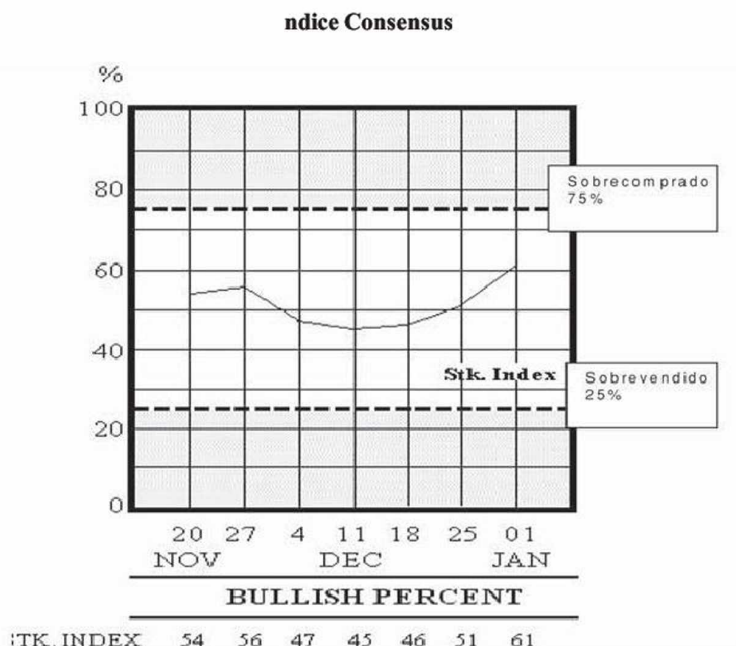
PORCENTAJE DE LIQUIDEZ DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los gestores de fondos de inversión pueden decidir mantener parte de su cartera en liquidez. Este porcentaje de efectivo puede justificarse bien para tener margen de maniobra suficiente ante oportunidades repentinas de inversión, o bien porque el gestor piense que su fondo irá mejor con una parte del mismo fuera del mercado, porque las perspectivas del mercado son malas.

Los inversores contrarios vigilan qué porcentaje de liquidez medio existe en los fondos de inversión. Cuando este porcentaje es significativamente superior a la media histórica, estaríamos ante una señal de compra, ya que el pesimismo se ha adueñado del mercado. En general, un porcentaje de liquidez superior al 5% en un fondo de renta variable puede considerarse elevado y difícil de justificar a no ser que el gestor piense que el mercado va a caer. Cuando el porcentaje de liquidez está prácticamente al 0% significa que los fondos están totalmente invertidos porque el optimismo es la norma. Para un inversor contrario este es el momento de vender.

CONSENSO DE MERCADO

Los analistas de los grandes bancos de inversión, al igual que los analistas independientes, no dejan de ser personas, y como tales se dejan llevar por las oleadas de optimismo y de pesimismo del mercado. Por tanto, cuando la gran mayoría de los analistas del mercado son alcistas, el inversor contrario piensa que es señal de venta. Por el contrario, cuando la mayor parte de los analistas son bajistas, habría que comprar.



Existen numerosos índices que miden la opinión del consenso de analistas. Algunos se publican en Internet como el índice Consensus y, cuando el optimismo o el pesimismo se agudizan, la prensa económica suele hacerse eco de la noticia. La norma es que cuando el 75% de los analistas son alcistas habría que vender, y cuando solo un 25% son alcistas habría que comprar. Los índices de consenso de mercado suelen tomar en consideración la opinión de analistas técnicos y fundamentales.

ALGUNAS ANÉCDOTAS

INVERTIR SEGÚN LOS CICLOS DE LA LUNA

Es un método de inversión tan exótico que merece abrir el apartado de anécdotas. Los estudios más serios que hemos encontrado se recogen en un artículo publicado por la revista *The Economist* en el año 2001.

El artículo recoge las conclusiones de tres estudios realizados por las Universidades de Ohio y de Michigan, en los que se ha analizado la relación entre la luna y la evolución de cuarenta y ocho mercados bursátiles.

Los estudios que se refieren a la luna concluyen que, de media, la rentabilidad diaria en los días cercanos a la luna nueva es muy superior a la rentabilidad diaria en días cercanos a la luna llena. Parece ser que en luna llena el ser humano está más predispuesto a otro tipo de actividades. Estadísticamente, las semanas de luna llena los mercados rentan un 8,3% menos que las semanas de luna nueva. El estudio se hizo para cuarenta y ocho mercados en periodos que llegaban a abarcar cuarenta años. Curiosamente, los norteamericanos son menos sensibles a las fases lunares que los europeos o los asiáticos.

Puesto que el mercado tiene un alto componente psicológico, el efecto de la luna en el comportamiento humano puede influir en la Bolsa, aunque no hay consenso entre la comunidad médica al respecto.

Sin embargo, los psicólogos tienden a aceptar con menos reservas que la luz del sol tiene un efecto positivo sobre el ser humano. Con más sol nos volvemos más felices y confiados. Los estudios sobre el efecto de las horas de sol sobre el mercado bursátil confirman esta opinión. A mañanas soleadas acompañan mejores retornos bursátiles. Como media, la rentabilidad anualizada de los días soleados en Nueva York

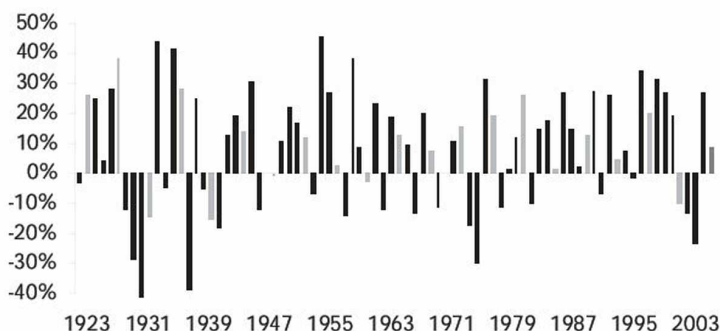
alcanza el 24,8%, mientras que los días totalmente nublados tienen una rentabilidad anualizada media del 8,7%.

No sabemos qué hubiera ocurrido si se hubiese realizado este estudio en la Bolsa de Helsinki.

INVERTIR SEGÚN EL CICLO ELECTORAL

La lógica que apoya esta afirmación es que, en año electoral, el gobierno se esforzará en que la vida de sus ciudadanos sea confortable y alegre, con el objetivo de conseguir la reelección. El bienestar económico es uno de los aspectos que más valoran los votantes, por lo que el gobierno tenderá a bajar los impuestos y a elevar el gasto público, con lo que se incitará el consumo, mejorarán los resultados de las empresas, y subirá la Bolsa. Realmente es una afirmación que no carece de lógica.

Variación anual S&P 500 (1923-2004).



Nota: En gris, años electorales.

De hecho desde 1964, año electoral en EE UU, hasta 1996, cuando también se celebraron elecciones, la regla no falla ni una sola vez. En nueve años electorales consecutivos no cayó el mercado ni una sola vez. El año 2000 se rompe esta tendencia. Fue año electoral, y también fue el año en el que pinchó la burbuja tecnológica cerrando el S&P 500

el ejercicio con una pérdida del 10%, que fue mucho más abultada en el selectivo tecnológico Nasdaq. El año 2004 volvió a cumplir con la tendencia mayoritaria, con un incremento del 9% en el S&P 500, que se consiguió prácticamente en su totalidad una vez que George W. Bush aseguró su reelección.

En cualquier caso una regla que no se cumple de forma sistemática no sirve de mucho. En los últimos 21 años electorales en EE UU, el índice S&P 500 ha caído en cinco ocasiones, en 1932 (-15%), 1940 (-15%), 1948 (-1%), 1960 (-3%) y 2000 (-10%). Esto representa un 25% de error en la regla. Si analizamos el periodo que va desde las elecciones de 1928 hasta las de 1948, la regla solo se cumple en la mitad de las ocasiones. Aunque esta «norma» tenga algo más de sentido que otras, no debe servirnos como herramienta de decisión.

ESTRATEGIA ASTRAL: «EL HORÓSCOPO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN»

Cada fondo, según su fecha de «nacimiento» (fecha de inicio), queda marcado por un signo zodiacal, y en este capítulo nos aventuramos en este mundo astral y tratamos de explicar cómo los astros pueden marcar la naturaleza y predisposición de los fondos de inversión.

Rentabilidad compuesta anual de los índices S&P500; S&P500 Growth y S&P500 Value

Signo	Riesgo	Comentario
Aries	muy alto	dinámicos, sin limitaciones de ningún tipo
Tauro	bajo	estables y calmados, seguirán siempre su índice de referencia
Géminis	alto	vocación de rentabilidad superior al mercado a largo plazo
Cáncer	muy bajo	lo más importante para ellos «la preservación del capital»
Leo	alto	los más optimistas, detestan la mediocridad, la volatilidad será frecuente
Virgo	medio	los mejores analistas, cautelosa pero eficiente gestión
Libra	medio	polivalentes o indecisos, según como sea el entorno que les rodea
Escorpio	alto	intuitivos, van por libre, solo buscan «optimizar su cartera»
Sagitario	bajo	objetivo de rentabilidad estable, siempre miran a largo plazo
Capricornio	bajo	son de naturaleza <i>total return</i> (objetivo rentabilidad-riesgo prefijado)
Acuario	medio	carácter innovador, si encuentra su estrategia, será un ganador
Piscis	medio	los analistas del pasado, cuantitativos en esencia, todo deber ser justificado

Fuente: Self Trade Bank.

ARIES (21-03 A 20-04)

Es un tipo de fondo impulsivo y muy dinámico, basa su gestión en la gran seguridad que tiene en sí mismo, en la fe en su criterio y la rapidez en la toma de decisiones. Siempre está dispuesto a tomar la iniciativa y por ello trata de anticiparse a los movimientos del mercado, o al menos a no depender de ellos, sino que sigue sus propias perspectivas e intuiciones.

En definitiva, suelen ser fondos muy dinámicos, sin limitaciones de ningún tipo, incluso agresivos, basados en gran parte en su poder de intuición y seguridad en su instinto.

La parte más peligrosa de estos fondos es que a veces pueden caer en graves errores debidos a falta de reflexión.

¿Cuándo invertir en un fondo Aries? Solo cuando una vez analizado el fondo, «creas en él», porque nunca podrás predecir su evolución.

Riesgo muy alto, buscar n siempre generar alfa.

TAURO (21-04 A 21-05)

Son fondos estables y calmados, siempre que estén centrados en un buen índice de referencia, porque si lo encuentran lo siguen con paciencia y resistencia. De ahí sus mejores virtudes, que son la cautela y la seguridad.

Son fondos que, salvo condiciones muy excepcionales, jamás pierden el control y seguirán en todo momento su meta prefijada, esto es, su índice de referencia. Además, a medida que aumenta su experiencia, incorporan un cierto «toque personal» en su gestión, que suele verse reflejado en una mejora de su rendimiento.

¿Cuándo invertir en un fondo Tauro? Cuando tengas clara tu meta, tu índice de referencia, busca un Tauro, lo seguirá con disciplina y difícilmente te dará sustos.

Riesgo bajo, puros generadores de beta.

GÉMINIS (22-05 A 21-06)

Definitivamente, es el signo de los que no tienen miedo al cambio, son cambiantes en sus posturas y estilos de gestión, a veces pueden llegar a parecer contradictorios, pero para ellos no lo son, simplemente se dejan llevar por su naturaleza dual y su impaciencia. Su estilo de gestión se basa en la libertad de estrategias y la independencia de criterio. Tienen gran capacidad de aprendizaje.

Encajan estupendamente en políticas de inversión de renta variable global, con vocación de largo plazo, porque en determinados momentos asumirán una mayor volatilidad que el mercado, pero bajo su objetivo principal de dar la mejor rentabilidad posible, con independencia de los cambios de cartera o de estrategia que ello les pueda suponer.

Lo mejor de un fondo géminis es su capacidad para adaptarse a todo tipo de situaciones, son versátiles y activos. Lo negativo es que al cambiar de intereses es difícil que se mantengan de forma duradera a una determinada estrategia.

Riesgo alto, beta siempre mayor que 1.

CÁNCER (22-06 A 21-07)

Son los más conservadores, los fondos con políticas de inversión más tradicionales y a las que nunca renunciarán a pesar de lo que pueda acontecer en su entorno. Tienen claro cómo gestionar su cartera y no les gustan los cambios ni las sorpresas, es la naturaleza ideal del antiguo *fiamm*.

Son fondos de gestión tímida y muy posesivos, lo más importante para ellos será la «preservación del capital» y la cobertura de riesgos ante la incertidumbre que pueda presentar el mercado. Lo mejor de los cáncer es que protegerán la inversión a toda costa, aunque a veces para ello resultarán faltos de alegrías «más rentables», ya que preferirán no apuntarse a aventuras más lucrativas si con ello asumen un riesgo que consideran algo elevado.

Riesgo muy bajo, beta cercana a 1.

LEO (22-07 A 23-08)

Como el león, son fieros y fuertes, basan su gestión en la independencia de su criterio y en la seguridad en sí mismos. Son fondos muy activos a los que no les gusta pasar desapercibidos, y cuando ven una inversión clara se vuelcan en ella con pasión y con independencia de lo que pueda opinar el consenso del mercado.

Son los fondos más «optimistas», son los mejores en mercados alcistas, porque actúan con ambición aunque asumiendo bastante riesgo con ello. No les gusta quedar «en la media», la mediocridad para ellos es una derrota y, dado que son muy exigentes con sus resultados, tratarán con todos sus recursos de destacar.

Si encuentras un leo «talentoso», acertará, porque cuando aciertan baten a todos sus competidores aunque, eso sí, a veces puede pecar de exceso de confianza y darte algún susto. Recuerda que la volatilidad siempre podrá estar presente con un leo.

Riesgo alto, alfa alta, tanto positiva como negativa.

VIRGO (24-08 A 23-09)

Son fondos difíciles de entender para los inversores, porque nunca se sabe cómo van a reaccionar ante los posibles acontecimientos.

Gestionan de forma meticulosa y eficiente, y con gran cuidado del capital que se les ha confiado, pero definir su política de inversión es realmente complicado.

Nunca explicarán cómo gestionan su cartera con detalle ni por qué toman una decisión u otra, pero está claro que todo lo que hacen está basado en un riguroso y exhaustivo análisis desde todos los ángulos posibles. El trabajo de toma de decisión es lo que menos les asusta y de hecho son grandes analistas, nunca toman una decisión por intuición, sino que se basan siempre en la precisión y rigurosidad de sus valoraciones.

Son los mejores analistas, siempre serán más *value* que *growth*, pero podrás encontrar ambos casos. A veces puede parecer que pierden un

movimiento del mercado, pero no es que no lo hayan visto, sino todo lo contrario: lo están analizando y hasta que no tengan una apuesta para ellos segura no entrarán ni en un sentido ni en otro.

Para mercados complicados te resultarán estupendos por su «cautelosa pero eficiente gestión». El peligro es que aunque, ellos son los mejores analistas, nadie podrá analizarlos a ellos, es fácil encontrarlos como «cajas negras», eso sí, excelentes cajas negras.

Riesgo medio, sin determinación en cuanto a beta o alfa.

LIBRA (24-09 A 23-10)

Según cómo se mire, son polivalentes o indecisos, según cómo sea el entorno que les rodea. Suelen ser fondos de naturaleza mixta, porque les gusta la libertad de inversión, no renunciarán a ningún tipo de activo, ya sea de renta fija o variable y si es necesario se quedarán en liquidez.

Son de reacción rápida, pero a veces se pueden ver sorprendidos y batidos por el mercado. En general no se detienen demasiado ante un valor que de repente no les convence, lo venden en el día antes que asumir una posible pérdida que consideran tenía avisada. Pero su problema llega cuando empiezan a dudar, no les gusta la incertidumbre y para terminar con ella se pueden llegar a precipitar.

Si tienes una cartera, incluye un fondo libra, la diversificarás y en conjunto ganarás, pero si quieres un solo fondo, cautela, no te pueden garantizar nada.

Riesgo medio, con tendencia a generar alfa positiva.

ESCORPIO (24-10 A 22-11):

Son los fondos más intuitivos en su gestión. Normalmente tratan de encontrar las gangas para comprar, no les importa lo que puedan tardar pero al final la suelen encontrar. El problema es la inquietud que esto les suele ocasionar, les hace carecer de estilo concreto o estrategia clara, ya que a veces pueden llegar a parecer complicados e incluso

contradictorios en sus inversiones. Son los puros *bottom-up* del mercado, solo les interesa el valor concreto sin importar el sector, el país o el mercado, y lo analizarán y seguirán con tenacidad.

Ellos van por libre, lo suyo no son los índices de referencia ni las estrategias fijas, solo su cartera, que analizan e investigan cuidadosamente y sin importarles la polémica que sus decisiones puedan generar.

Por lo general no les gusta dar justificaciones sobre sus decisiones ni buscan el reconocimiento del *ranking* o de los premios, su única preocupación será optimizar su cartera, no importa cómo ni con qué. Su debilidad, su falta de miedo, les puede hacer pecar de temerarios.

Riesgo alto, siempre alta alfa.

SAGITARIO (23-11 A 21-12)

Los fondos sagitario son los fondos del inversor a largo plazo, porque son fondos confiados y expansivos pero siempre con vistas al futuro. Creen que la clave de los resultados debe mirarse en el largo plazo, porque para ellos la clave está en el futuro y los cambios que implica.

Con esto, centrarán su gestión en el análisis de escenarios y las posibles estrategias alternativas, sin que le dé miedo implementar nuevas estrategias si con ellas alcanzan la libertad de movimientos que les hace sentir cómodos.

Lo mejor de estos fondos es que se puede confiar en ellos, porque tienen muy claro su objetivo de rentabilidad estable y lo buscan de forma activa, aunque eso sí, no les podrás exigir los mejores resultados en momentos puntuales, porque no siempre entrarán a tiempo en las subidas del mercado, ya que a cambio y por lo general marcarán una tendencia sin grandes volatilidades.

Riesgo bajo, beta cercana a uno y alfa a cero.

CAPRICORNIO (22-12 A 20-01)

El fondo Capricornio es la naturaleza del puro *total return* que tan de moda parece que se está poniendo en estos tiempos. Y es que son fondos con un objetivo claro de rentabilidad-volatilidad, en el que se centran y concentran todos sus esfuerzos y no pararán hasta lograrlo.

Su estilo de gestión se basa en la paciencia y el análisis de expectativas de escenario futuro. No le importa el tipo de activos ni el estilo concreto a adoptar, todo queda sometido a su objetivo de alcanzar el porcentaje de rentabilidad-volatilidad propuesto, y para eso están dotados de una enorme capacidad de adaptación y superación, para lograr con ello lo que se propongan. Aunque en apariencia, debido a sus posibles cambios rápidos e impulsivos, pueden desconcertar al inversor que los sigue, e incluso a veces pueda parecer que se despistan y no pueden llegar al destino propuesto, al final lo lograrán, porque son un signo propenso a la victoria, son fondos con predisposición a ser «ganadores», sobre la base del tesón y el trabajo duro.

Riesgo bajo, con preferencia por alfa positiva.

ACUARIO (21-01 A 19-02)

Son los fondos de carácter más innovador, necesitan salirse de los estilos tradicionales de gestión y para ello investigan y estudian todas las posibles novedades, tanto por tipo de activos como estrategias de inversión, como herramientas de gestión.

Tienen una gran capacidad creativa, son activos y críticos consigo mismos y con los demás. Lo que más le gustaría a un fondo acuario es alcanzar «su propio y original estilo de gestión», triunfar con él y recibir el reconocimiento del mercado. Y es que los premios y los halagos colman su carácter vanidoso.

Si un fondo acuario encuentra su propia estrategia y además es única, se sentirá triunfador y, con muchas posibilidades, será un ganador.

Riesgo medio, sin tendencias fijas en beta o alfa.

PISCIS (20-02 A 20-03)

Son los gestores del pasado, para ellos no vale lo de «rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras», porque su análisis es siempre del pasado, son los «cuantitativos» del zodiaco.

Es un signo complicado, puesto que al ser el último del zodiaco les suelen llegar cualidades extrañas, mezcla de todos los demás signos, pero entre ellas siempre destacará la suya propia, que es la de la falta de decisión por simple intuición. Y es que, a pesar de que pueden tener una intuición innata, nunca la usarán sin más, prefieren tomar decisiones basadas en datos reales y tangibles, porque necesitan encontrar un dato de apoyo, que les sirva de justificación ante sí mismos y ante los demás.

Son fondos idealistas, los números y los hechos reales son lo que cuentan, por eso no dejan de estudiar y analizar, tanto fundamental como técnico, todo es bueno si sirve para analizar el pasado y con ello «intuir» el futuro.

Lo mejor es que nunca tomarán una decisión injustificada, aunque a veces estas decisiones pueden llegar a ser difíciles de conocer e incluso comprender.

Riesgo medio, beta cercana a uno y sin propensión a generar alfa.



25 estrategias para ganar en Bolsa

¿Cómo puedo sacar un mejor rendimiento a mis inversiones en Bolsa?

Esta pregunta es una obsesión para los millones de personas en el mundo que invierten en los mercados financieros y también es la pregunta que los autores de este libro han escuchado a sus clientes cientos de veces en su larga carrera profesional. Lógicamente, no tiene una respuesta fácil, ni única, y de ahí que hayamos publicado este libro con el objetivo de darle al inversor actual, o a aquellas personas que estén pensando en iniciarse en el mundo de la Bolsa, una serie de ejemplos de las estrategias que mejor funcionan.

A través de una lectura ágil y sencilla, tendremos la posibilidad de decidir si queremos invertir como el magnate americano Warren Buffet, si debemos contratar a un gestor para que lo haga en nuestro lugar, o bien si decidimos invertir desde Rusia con amor. Aunque si somos de los que creen que la política mueve la economía, podemos decidir entre seguir la estrategia de los períodos electorales con George Bush o bien ir contracorriente e invertir en fondos de inversión según su horóscopo.

Este libro resulta tan ameno y apasionante como el mundo de la Bolsa y sobre todo podrá ayudar a algunos lectores de la misma a tomar mejores decisiones de inversión en el futuro.

PEARSON
Educación

www.pearsoneducacion.com

www.selftrade.es

ISBN 978-84-205-5036-7



9 788420 550367

www.FreeLibros.me